

# Informe Mensual



NÚMERO 305

*El canvi climàtic: certeses i incerteses* Pàg. 13

L'activitat humana sens dubte afecta el clima. Fins a quin punt?

*Contenir o no contenir? Aquesta és la qüestió* Pàg. 23

L'anàlisi cost-benefici, clau en el debat sobre el canvi climàtic

*Política mediambiental per al canvi climàtic: voler és poder?* Pàg. 33

Quotes o impostos per frenar l'emissió de gasos d'efecte hivernacle?

*Una economia amb molts fums* Pàg. 49

Els esforços d'Espanya per complir els compromisos de Kyoto

# Previsions

% de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat d'indicació expressa

	2006	2007	2008	2006			2007		
				II	III	IV	I	II	III
<b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b>									
	Previsions			Previsions					
<b>Producte interior brut</b>									
Estats Units	2,9	1,7	2,0	3,2	2,4	2,6	1,5	1,9	1,9
Japó	2,2	2,0	1,9	2,2	1,5	2,4	2,6	2,3	2,2
Regne Unit	2,8	2,7	2,3	2,8	3,0	3,1	3,0	3,0	2,7
Zona de l'euro	2,9	2,5	2,3	2,9	2,8	3,3	3,1	2,5	2,4
<i>Alemanya</i>	3,1	2,3	2,1	3,0	3,2	3,9	3,6	2,5	2,0
<i>França</i>	2,2	1,6	1,6	2,7	2,1	2,1	1,9	1,3	1,6
<b>Preus de consum</b>									
Estats Units	3,2	2,6	2,3	4,0	3,4	2,0	2,4	2,6	2,4
Japó	0,2	0,1	0,2	0,2	0,6	0,3	-0,1	-0,1	0,2
Regne Unit	2,3	2,4	2,1	2,2	2,4	2,7	2,8	2,6	1,9
Zona de l'euro	2,2	2,0	2,0	2,5	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9
<i>Alemanya</i>	1,7	1,9	1,8	1,9	1,6	1,3	1,8	1,9	1,9
<i>França</i>	1,7	1,3	1,6	1,9	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3
<b>ECONOMIA ESPANYOLA</b>									
	Previsions			Previsions					
<b>Agregats macroeconòmics</b>									
Consum de les llars	3,7	3,2	2,7	3,5	3,7	3,7	3,4	3,3	3,2
Consum de les AP	4,8	5,3	4,7	4,0	4,8	5,7	5,7	5,5	5,2
Formació bruta de capital fix	6,8	6,2	3,7	5,7	6,8	7,0	6,6	6,6	6,1
<i>Béns d'equipament</i>	10,4	12,6	8,9	7,4	11,0	13,0	13,3	13,0	12,5
<i>Construcció</i>	6,0	4,3	1,7	5,5	5,9	5,5	5,2	4,6	4,0
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	5,1	4,7	3,6	4,5	5,1	5,3	5,0	4,9	4,6
Exportació de béns i serveis	5,1	4,5	3,3	4,9	4,2	5,7	3,7	4,8	4,9
Importació de béns i serveis	8,3	6,6	4,8	6,1	7,5	8,9	5,9	6,7	6,7
<b>Producte interior brut</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>
<b>Altres variables</b>									
Ocupació	3,2	3,0	2,1	3,6	2,7	3,1	3,3	3,2	3,0
Taxa d'atur (% població activa)	8,5	8,0	8,0	8,5	8,1	8,3	8,5	8,0	7,9
Índex de preus de consum	3,5	2,5	2,6	3,9	3,5	2,6	2,4	2,4	2,3
Costos laborals unitaris	2,3	2,2	2,3	2,3	1,9	2,4	2,0	2,1	
Saldo operacions corrents (% PIB)	-8,8	-9,4	-9,7	-7,7	-9,5	-8,6	-10,2	-9,0	
Cap. o nec. finanç. resta món (% PIB)	-8,1	-8,9	-9,3	-7,3	-8,9	-7,4	-9,6	-8,8	
Saldo públic (% PIB)	1,8	1,2	0,9						
<b>MERCATS FINANCERS</b>									
	Previsions			Previsions					
<b>Tipus d'interès internacionals</b>									
Fed Funds	5,0	4,8	4,5	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0
Repo BCE	2,8	4,3	4,3	2,6	2,9	3,3	3,6	4,0	4,0
Bons EUA 10 anys	4,8	5,1	5,0	5,1	4,9	4,6	4,7	5,0	4,8
Bons alemanys 10 anys	3,8	4,8	4,7	4,0	3,9	3,8	4,0	4,6	4,6
Obligacions 10 anys	3,8	4,9	4,8	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,6
<b>Tipus de canvi</b>									
\$/Euro	1,26	1,37	1,32	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35	1,36

### Índex

- 1 Editorial
- 2 Resum executiu
- 6 Conjuntura internacional
  - 6 Estats Units
  - 10 Japó
- 13 *El canvi climàtic: certeses i incerteses*
  - 16 Brasil
  - 18 Argentina
  - 20 Primeres matèries
- 23 *Contenir o no contenir? Aquesta és la qüestió*
- 26 Unió Europea
  - 26 Zona de l'euro
  - 28 Alemanya
  - 30 França
  - 31 Itàlia
  - 32 Regne Unit
- 33 *Política mediambiental per al canvi climàtic: voler és poder?*
- 35 Mercats financers
  - 35 Mercats monetaris i de capital
- 44 Conjuntura espanyola
  - 44 Activitat econòmica
- 49 *Una economia amb molts fums*
  - 53 Mercat de treball
  - 58 Preus
  - 63 Sector exterior
  - 66 Sector públic
  - 68 Estalvi i finançament

Rio de Janeiro, *a cidade maravilhosa*, va servir d'escenari del primer gran acte global del canvi climàtic. Allà, 191 països, gairebé tots els del món, van firmar la Convenció Marc de les Nacions Unides sobre el Canvi Climàtic al maig de 1992, en el que es va anomenar la «Cimera de la Terra». L'objectiu de la Convenció era «estabilitzar les concentracions de gasos d'efecte hivernacle en l'atmosfera i situar-les en un nivell que impedeixi interferències humanes nocives en el sistema climàtic». És a dir, com el clima s'eleva per culpa de l'activitat humana, cal posar en marxa accions que frenin el procés. Es tracta d'un dels grans reptes actuals. Però en el moment de la firma de la Convenció, al començament dels noranta, el món econòmic amb prou feines s'hi va implicar, més atent al final de la primera guerra del Golf i a la recessió econòmica que acabaven de travessar els Estats Units. És comprensible. La Convenció consistia en una declaració d'intencions i de bons propòsits, sense gaires conseqüències pràctiques.

El segon acte el podem situar a Kyoto, una ciutat que compendia l'ànima japonesa. Allà es va firmar, al desembre de 1997, l'anomenat Protocol de Kyoto, un instrument que pretén materialitzar alguns dels objectius de la Convenció Marc. En concret, es va pactar quantificar un objectiu de reducció d'emissions de gasos d'efecte hivernacle. Molts països es van despenjar de l'acord, i els Estats Units van rebutjar-lo explícitament. En canvi, la Unió Europea (UE) el va adoptar com a norma i es va comprometre a reduir les seves emissions totals durant el període 2008-2012 en un 8% en relació amb les del 1990. El Protocol, molt criticat i qüestionada la seva efectivitat, té actualment 36 estats, que tenen obligacions jurídicament vinculants de reducció de les emissions.

Tercer i últim acte fins ara: Heiligendamm. El balneari alemany al Bàltic va ser l'escenari, al juny del 2007, d'una cimera del G-8 en què, de forma una mica inesperada, els dirigents dels països més influents es van comprometre a reduir a la meitat les emissions de diòxid de carboni el 2050. Alguns dels països emergents més grans es van afegir al compromís: la Xina, l'Índia, el Brasil, Sud-àfrica i Mèxic. Els Estats Units, responsables de la quarta part de les emissions mundials i gran escèptic de Kyoto, van acceptar establir quotes. D'ara endavant, les Nacions Unides acolliran les negociacions sobre com cal enfrontar-se a la reducció dels gasos d'efecte hivernacle en un nou acord global. Molts interrogants continuen oberts, però aquest cop la lluita contra el canvi climàtic va de debò.

Què han de fer les empreses? Diuen que a vegades cal fer de la necessitat virtut. Algunes empreses tenen el camí marcat per endavant. A la UE, la norma que emana del protocol de Kyoto ha establert un seguit de regles de joc per a les indústries que emeten gasos d'efecte hivernacle que ja estan condicionant la seva activitat. Altres empreses poden trobar en el canvi climàtic noves oportunitats: les expectatives dels fabricants de plantes d'energia eòlica, les destil·leries de biocombustibles i els subministradors d'equipaments de generació nuclear, per posar només alguns exemples, han crescut sensiblement. Moltes altres empreses poden o ja són afectades directament pel canvi climàtic, com la confecció i l'agricultura, o per les mesures adoptades pels governs, com el transport i la fabricació d'automòbils. Fins i tot grans institucions financeres exhibeixen les seves accions a favor de la reducció d'emissions. Les polítiques davant el canvi climàtic afecten ja l'estratègia de les empreses i cada cop més formaran part integral de les decisions en el món econòmic.

## RESUM EXECUTIU

**Les crisis financeres són un fenomen recurrent en l'evolució econòmica internacional.**

**A l'agost s'ha desencadenat una nova crisi provocada pel temor als efectes del col·lapse del mercat de les hipoteques nord-americanes de baixa qualitat creditícia.**

**L'enginyeria financera aplicada a aquest tipus de productes fa que els efectes de la crisi es facin sentir més enllà del territori nord-americà.**

### **Crisi de confiança als mercats financers**

«Hi ha una agulla per a cada bombolla i, quan es troben, una nova onada d'inversors aprèn lliçons molt antigues.» Així descriu el conegut inversor Warren Buffett els finals de les rauxes especulatives que periòdicament travessen els mercats financers. Recordem les últimes: des del *crash* borsari del 1987 al del 2000, passant per la crisi de les entitats d'estalvi als Estats Units al començament dels noranta, la crisi mexicana del 1994, la crisi asiàtica del 1997 o la crisi del deute rus i de l'*hedge fund* Long-Term Capital Management del 1998. Sense oblidar l'impacte generat el 2002 amb el col·lapse d'Enron. L'esquelet de totes les crisis és semblant: mercat desmesuradament alcista amb progressiu menyspreu del risc en una primera etapa; sorpresa desagradable i inesperada que trenca de sobte aquesta dinàmica, i pèrdua de confiança, fugida a actius més segurs, problemes de liquiditat i restriccions de crèdit, en una última etapa, fins que es considera que la correcció ha estat suficient.

A l'agost s'ha desencadenat una nova crisi financera. Va haver-hi un primer avís cap al final de febrer, quan els mercats es van veure sacsejats per una sobtada pèrdua de confiança. Però va ser un episodi breu, provocat pels temors a una recessió de l'economia nord-americana que ràpidament van ser deixats de banda. Aquest cop va de debò. I l'«agulla» a la qual fa referència Warren Buffett és la mateixa que al febrer: la crisi hipotecària nord-americana combinada amb una enginyeria financera amb un cert aire insensat.

És la crisi de les *subprime*, categoria financera que agrupa les hipoteques de baixa qualitat creditícia: les que s'atorguen a clients amb menys solvència, amb més risc d'impagament o dels qui es desconeix realment la capacitat d'afrontar la quota mensual del crèdit. Es tracta d'un mercat relativament reduït (al voltant del 13% del total del mercat hipotecari nord-americà), però que ha tingut un creixement molt intens en els últims anys. Expansió derivada d'un *boom* del preu de l'habitatge, que va relaxar les exigències a l'hora d'atorgar els crèdits, i de l'actuació d'un grup d'entitats especialitzades en aquestes operacions, que no són prenedores de dipòsits com els bancs i que, per tant, estan subjectes a menys exigències reguladores.

El mercat immobiliari nord-americà es troba immers des de fa un any i mig en la major crisi immobiliària dels quinze últims anys. Tradicionalment una ensopçada d'aquesta envergadura en l'habitatge era capaç de desarborar el conjunt de l'economia i d'empènyer-la a una recessió. Fins ara no ha estat així, gràcies al vigor del consum privat i al suport d'unes condicions monetàries i financeres molt laxes. Llavors, com s'expliquen les sobtades turbulències en tots els mercats? Per què la tempesta afecta entitats europees i asiàtiques?

La clau cal buscar-la en l'enginyeria financera aplicada, el resultat de la qual ha estat la impossibilitat de conèixer on i com és el risc de les hipoteques *subprime*. Així, els *mortgage brokers* no mantenen les hipoteques al seu balanç, sinó que les transfereixen a bancs comercials o d'inversió, els quals, al seu torn, les «empaqueten» en

blocs i emeten bons de titulització de deute que són —o eren— col·locats entre fons d'inversió, companyies d'assegurances, tresoreries, etc. El risc, per tant, està molt fragmentat entre tipus d'inversors i geogràficament. L'impagament de les hipoteques *subprime* no solament col·lapsa el mercat, sinó que desencadena una gran incertesa, perquè amb prou feines hi ha informació sobre on són els bons.

El sistema financer es basa en la confiança, i això és el que es trenca en una crisi com l'actual. Nombroses entitats hipotecàries nord-americanes han fet fallida, mentre que alguns bancs dins i fora dels Estats Units anuncien fallides puntuals. Els inversors es resisteixen a assumir nous riscos, de manera que es redueix la liquiditat, la concessió de crèdit es fa molt selectiva i puguen els tipus interbancaris. Les borses cauen i les empreses no financeres troben més problemes per emetre valors.

A més a més, la crisi de confiança arriba en un moment crític. La bombolla estava molt inflada. Més de tres anys de borses cap amunt, primes de risc en mínims històrics i volatilitats anormalment baixes incrementen la probabilitat d'una de les periòdiques correccions per les que sempre acaben passant els mercats. Però la prolongada fase expansiva internacional, amb l'auge dels emergents, la fermesa del consumidor nord-americà, els elevats beneficis empresarials i unes condicions financeres encara molt laxes eren els sòlids puntals d'un quinquenni econòmic exuberant.

Què passarà ara? Les primeres conseqüències han estat un augment de l'aversió al risc —les primes de risc han pujat, però no gaire—, una correcció i un augment de la volatilitat a les borses i un descens de les rendibilitats del deute públic. Els bancs centrals ja han entrat en acció per frenar l'espiral que representa una fugida cap a actius segurs i per garantir la liquiditat del

sistema. Si es prolonga la crisi, caldrà relaxar les polítiques monetàries. Cap autoritat monetària desitja ser culpada d'omissió davant la possibilitat d'una fallida del sistema. Un cop purgats els mercats, serà el moment d'introduir les reformes reguladores necessàries que haurien d'haver evitat la crisi, en especial en el camp dels sofisticats derivats de crèdit, de la valoració del seu risc i de la protecció dels consumidors.

Què passarà a l'economia real? El *crash* borsari del 1987, que tanta alarma va generar en el seu moment, va passar gairebé desapercebut entre els consumidors i les empreses. En canvi, l'esclat de la bombolla tecnològica del 2000 va provocar un notable alentiment de l'economia mundial. On som? En el cas dels Estats Units, fins ara la crisi immobiliària havia provocat quelcom semblant a un alentiment de meitat de cicle. Després de registrar creixements del 3% el 2005 i el 2006, el producte interior brut (PIB) del primer trimestre del 2007 va augmentar amb prou feines l'1,5%. En el segon trimestre, però, l'activitat va experimentar una certa millora i va pujar a l'1,9%.

Diversos elements fan pensar que, si les turbulències financeres s'agreugen, podrien deteriorar notablement la conjuntura nord-americana. El consumidor nord-americà, puntal de l'economia, presenta una taxa d'estalvi negativa que, si la confiança s'enfonsa, duria a una important frenada de la despesa de consum. Les empreses, després d'una prolongada etapa de beneficis i d'exuberància financera, podrien entrar en una fase d'estancament d'inversió i de creació d'ocupació. Es tracta d'un escenari negatiu que, ara com ara, descartem. D'una banda, sembla que el recorregut a la baixa de l'immobiliari, en termes macroeconòmics, s'apropa al seu final. De l'altra, la dinàmica de despesa de les famílies i de les empreses no s'hauria de veure gaire afectada pels efectes directes

**La fallida de la confiança en els mercats ha provocat problemes de liquiditat, augment de les primes de risc, increment de la volatilitat i intervencions d'urgència dels bancs centrals.**

**Les conseqüències sobre l'economia real dependran de la durada i de l'abast de la crisi.**

**Cal esperar un impacte limitat als Estats Units en termes de creixement del PIB, per bé que els riscos són apreciables.**

**Una eventual frenada de les importacions nord-americanes alentiria el comerç internacional, la qual cosa afectaria les economies asiàtiques i europees.**

**A Espanya, l'impacte directe de la crisi hipotecària *subprime* s'estima imperceptible.**

**L'economia creix al 4% i la creació d'ocupació manté el vigor, per bé que s'espera una desacceleració en els propers trimestres.**

d'una crisi eminentment financera. Finalment, les polítiques monetària i fiscal tenen marge d'actuació, que, sens dubte, serà aprofitat en cas de necessitat.

Al Japó o a Europa, l'efecte de les turbulències financeres hauria de ser molt més atenuat i limitat al sistema financer. On són els riscos? El primer, en l'eventualitat d'un alentiment important de les importacions dels Estats Units, que repercutiria sobre els principals actors del comerç internacional: les economies asiàtiques i les europees. El segon, en el fet que un refredament de les expectatives acompanyat d'una major rigidesa dels mercats de crèdit no arribaria en un moment oportú, quan les economies japonesa i de la zona de l'euro, tot i créixer per damunt del seu potencial, presenten un perfil de desacceleració força apreciable. En contrapartida, un alentiment del creixement mundial corregiria immediatament a la baixa els preus de les primeres matèries, la qual cosa donaria suport al sosteniment de les rendes de les economies desenvolupades i permetria el relaxament de les condicions financeres.

En el cas d'Espanya, l'impacte directe de la crisi de les hipoteques *subprime* serà imperceptible. L'economia continua creixent vigorosament, amb taxes d'avanç del PIB del 4%. És cert, però, que el màxim cíclic de l'actual fase de creixement ha quedat enrere. L'activitat s'ha desaccelerat suauement des del primer trimestre, després d'un lleuger repunt al final del 2006. Segons l'Institut Nacional d'Estadística, la moderació de l'activitat econòmica en el segon trimestre ha estat deguda a la demanda nacional, ja que el sector exterior va mantenir la contribució negativa al PIB en 0,9 punts percentuals. L'evolució del sector exterior va ser conseqüència d'una acceleració de les exportacions de béns i serveis i de les importacions.

L'alentiment de la demanda nacional és degut a la majoria dels components i és

més intens en la inversió en construcció. Aquest sector, de tota manera, creix encara a un ritme notable, el 4,6% interanual en el segon trimestre. La maduresa de la prolongada etapa expansiva del sector immobiliari es fa perceptible ja al mercat de l'habitatge, però l'obra pública i la construcció industrial mostren un notable dinamisme. En contrapartida, la inversió en béns d'equipament es mostra extraordinàriament expansiva, amb un augment del 13,0% en l'últim any, evidència palpable de la confiança de les empreses en les perspectives futures.

Per la seva banda, el consum de les llars es va moderant de forma compassada, evolució en què, sens dubte, pot estar influïnt la pujada dels tipus d'interès, per bé que cal destacar que al juliol va millorar una mica la confiança dels consumidors i que un indicador rellevant, les vendes d'automòbils, va deixar de caure en termes interanuals.

Un pilar important de la despesa de les famílies és la creació d'ocupació, que, en la primera meitat de l'any, ha continuat polsant amb força. Segons les dades de la comptabilitat nacional, l'ocupació creixia a un ritme del 3,2% interanual cap a la meitat del 2007, sense mostres de desacceleració en el ritme d'increment. Sí es percep un cert alentiment del mercat de treball en les dades més recents d'afiliació a la Seguretat Social i d'atur registrat.

En definitiva, les perspectives de l'economia espanyola són de desacceleració al llarg dels pròxims trimestres fins a taxes properes al 3%, possibilitat que ja teníem en compte al començament de l'any. La crisi *subprime* pot afectar el creixement nord-americà i potser també una mica l'economia internacional, però no hauria d'alterar de manera significativa el curs de l'economia espanyola.

30 d'agost de 2007

## CRONOLOGIA

### 2006

- agost**
- 3 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,00%.
  - 8 El preu del **petroli** qualitat Brent a un mes puja fins a un nivell màxim històric de 78,49 dòlars per barril.
  - 12 El Consell de Seguretat de les Nacions Unides aprova una resolució d'**alto el foc al Líban** en el conflicte entre Israel i Hezbol·là.
- setembre**
- 26 La Comissió Europea dóna el vist-i-plau a l'entrada a la Unió Europea de **Romania i Bulgària** l'1 de gener del 2007.
- octubre**
- 5 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,25%.
- novembre**
- 29 Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 35/2006 sobre reformes de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de modificació parcial de les lleis dels Impostos de Societats, sobre la Renda dels no Residents i sobre el Patrimoni.
- desembre**
- 7 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,50%.

### 2007

- gener**
- 1 La **Unió Europea** s'amplia a 27 estats membres després de la incorporació de Romania i Bulgària i la **zona de l'euro** a 13 després de l'adopció de la moneda única europea per part d'Eslovènia. Entren en vigor les reformes de l'**Impost sobre la Renda de les Persones Físiques** i de l'**Impost de Societats**.
- març**
- 8 El **Banc Central Europeu** apuja el tipus d'interès oficial al 3,75%.
- abril**
- 13 Publicació al Butlletí Oficial de l'Estat de la Llei 6/2007 que modifica el règim d'**ofertes públiques d'adquisició** (OPA) i que entrarà en vigor cap a la meitat d'agost.
- juny**
- 1 L'índex de la **borsa espanyola** IBEX 35 anota un màxim històric (15.501,5) amb uns guanys acumulats del 9,6% en relació amb el final de desembre del 2006.
  - 14 El Congrés aprova una nova **Llei de defensa de la competència** i crea la Comissió Nacional de la Competència.
  - 21 El Consell de Ministres de la UE aprova que **Malta i Xipre adoptin l'euro com a moneda nacional** l'1 de gener del 2008.
  - 23 El Consell Europeu acorda les línies bàsiques per adoptar un nou tractat que substitueixi el de la **Constitució Europea**.
- juliol**
- 19 L'índex Dow Jones de la **Borsa de Nova York** registra un rècord històric (14.000,4) amb una alça del 12,3% en relació amb el final de l'any 2006.
- agost**
- 9 El Banc Central Europeu injecta liquiditat extraordinària al mercat interbancari, en una primera operació d'emergència per alleujar les tensions desencadenades per la **crisi de les hipoteques subprime** dels Estats Units.
  - 13 La Reserva Federal dels Estats Units redueix el tipus d'interès de descompte del 6,25% al 5,75% per alleujar els efectes de la **crisi de les hipoteques subprime**.

## AGENDA

### Setembre

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost). PIB de la UE (segon trimestre).
- 6 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 7 Índex de producció industrial (juliol).
- 13 IPC (agost).
- 14 Balança de pagaments (juny). IPC harmonitzat de la UE (agost).
- 18 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 20 Enquesta trimestral de cost laboral (segon trimestre).
- 25 Preus industrials (agost). Ingressos i despeses de l'Estat (agost).
- 26 Comerç exterior (juny).
- 28 Avanç IPCH (setembre).

### Octubre

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
- 4 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 5 Índex de producció industrial (agost).
- 11 IPC (setembre).
- 15 Balança de pagaments (juliol).
- 16 IPC harmonitzat de la UE (setembre).
- 23 Ingressos i despeses de l'Estat (setembre).
- 24 Comerç exterior (agost).
- 25 Preus industrials (setembre).
- 26 Enquesta de població activa (tercer trimestre).

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

**Els Estats Units creixen a l'1,8%, amb menys consum i més exportacions.**

**Una pèrdua de la confiança amb restriccions de crèdit intensificaria l'alentiment del consum.**

### Estats Units: hipoteques *escombraries* contra consum familiar

En la campanya electoral del 2004, George Bush exhibia amb satisfacció els seus èxits econòmics. I tenia raó: la seva política fiscal expansiva amb baixades d'impostos havia minimitzat els efectes d'un *crash* borsari dels grossos. Però la major part d'aquest èxit era deguda a una facilitat de finançament que ni els més lleials al president esperaven. La laxitud de la Reserva Federal, la globalització comercial i l'enginyeria financera van aconseguir el miracle de la confiança abaixant els tipus d'interès i, en especial, abaratint les primes de risc.

El baix cost del capital derivat d'aquesta situació ha contribuït a dur a màxims els beneficis empresarials, però la cautela va fer que la inversió no seguís el mateix camí alcista. No obstant això, l'ajuda estava en marxa. Des del 2000, els baixos tipus d'interès van donar suport a un cicle d'apreciació dels immobles que, per efecte riquesa i per préstecs hipotecaris a tipus avantatjosos, va esperonar un consum privat que ha estat el principal protagonista del present cicle. Consum privat i despesa pública han empès el dèficit per compte corrent per damunt del 5% del producte interior brut (PIB), però els banquers centrals asiàtics i la confiança en els actius nord-americans n'han facilitat el finançament.

### ESTATS UNITS: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006		2007		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	3,1	2,9	2,4	2,6	1,5	1,9	-
Vendes al detall	6,6	6,2	5,5	5,0	3,4	4,0	3,2
Confiança del consumidor (1)	100,3	105,9	104,4	106,8	109,9	106,7	112,6
Producció industrial	3,2	4,0	5,1	3,5	2,5	1,7	1,4
Índex activitat manufacturera (ISM) (1)	55,5	53,9	53,8	50,9	50,8	55,2	53,8
Venda d'habitatges unifamiliars	6,5	-18,0	-23,3	-21,9	-24,6	-18,9	...
Taxa d'atur (2)	5,1	4,6	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6
Preus de consum	3,4	3,2	3,4	1,9	2,4	2,7	2,4
Balança comercial (3)	-714,4	-758,5	-777,7	-758,5	-745,6	-729,0	...
Tipus d'interès interbancari 3 mesos (1)	3,6	5,2	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	83,7	82,5	81,6	81,6	81,9	79,3	78

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

(3) Saldo acumulat de 12 mesos de la balança de béns i serveis. Milers de milions de dòlars.

(4) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

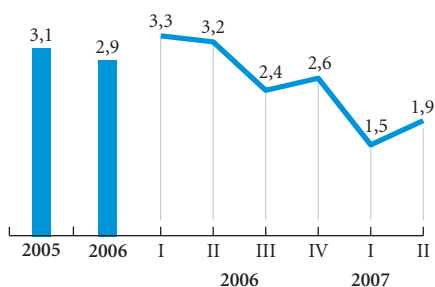
FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.



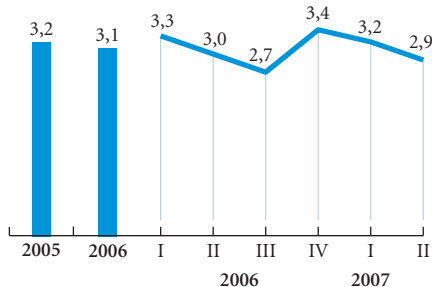
## EVOLUCIÓ DEL PIB DELS ESTATS UNITS PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

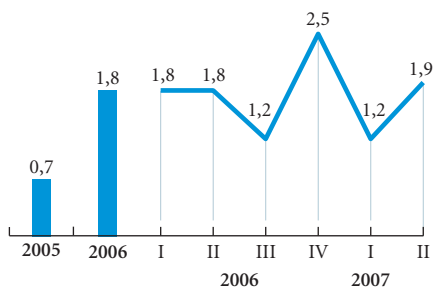
PIB



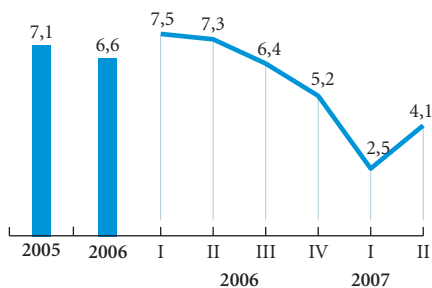
Consum privat



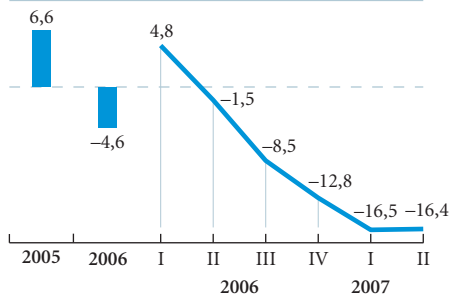
Consum públic



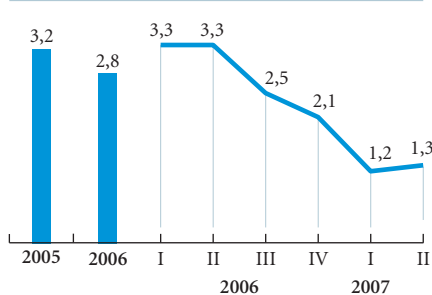
Inversió no residencial



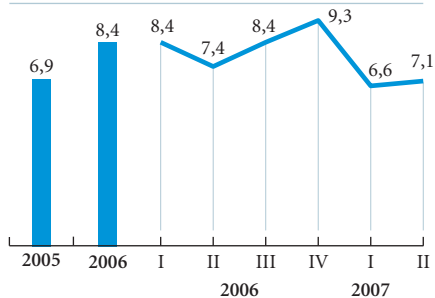
Inversió residencial



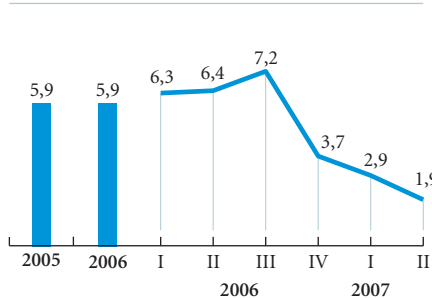
Demanda interna



Exportació de béns i serveis



Importació de béns i serveis



FONTS: Bureau of Economic Analysis i elaboració pròpia.

Aquesta confiança és la que ha fet que petroli car, dòlar a la baixa o pujades de tipus de la Fed no afectessin els ànims.

Quan van començar els problemes amb les hipoteques *subprime*, atorgades a pres-tataris amb poques garanties, el sector de

## La inversió no s'enlaira.

l'habitatge va entrar en crisi, però l'activitat va continuar trobant suports en un consum privat que continuava tirant. Les dades del PIB del segon trimestre il·lustren, però, que això podria estar arribant al final. L'economia va créixer l'1,8% interanual amb un apreciable repunt en relació amb el primer trimestre. Però el repunt és, en gran part, degut a la revisió del juliol dels trimestres prèviament publicats, que, aquest cop, va ser clarament a la baixa. A més a més, el consum privat va acabar cedint i va créixer el 2,9% interanual, enfront del 3,2% del primer trimestre, desacceleració que, en termes intertrimestrals anualitzats, va ser molt més abrupta, ja que va passar del 3,7% a l'1,3%. Els descensos es van repartir per igual entre béns duradors com cotxes i mobiliari, més volàtils, i no duradors, on l'alimentació va tenir importants reculades, però no el consum de benzina, i és que els consumidors són conscients que aquesta confiança que ha facilitat el seu alt endeutament va a la baixa.

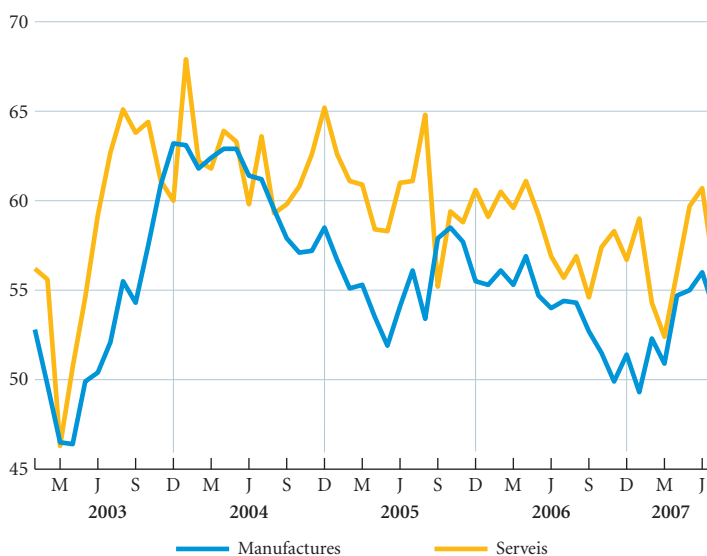
La inversió en béns d'equipament va deixar enrere sense glòria l'infaust primer trimestre, amb un magre creixement del 0,1% interanual. Els descensos en construcció van ser una mica menys intensos, però l'important sector de la informàtica i les telecomunicacions no va acompanyar la tímida revifada de la indústria. Només la construcció industrial va mostrar vigor. L'esperada recuperació del sector exterior va ser el millor de la dada del PIB, amb una contribució al creixement intertrimestral de l'1,2% en termes anuals, després de diversos trimestres sostraint força, tot i que la millora va ser deguda més a la moderació importadora, a causa del menor consum, que a la confirmació de la recuperació exportadora. Aquesta revisió a la baixa de les dades del PIB representa una reducció del creixement potencial de l'economia, que és la màxima taxa d'avanç possible utilitzant tots els recursos productius sense crear inflació.

Coherents amb l'alentiment del consum, les vendes al detall, exclosos els volàtils

**Les vendes al detall s'alenteixen, però els consumidors són més optimistes que els empresaris.**

### ESTATS UNITS: ES MODERA L'OPTIMISME DELS EMPRESARIS

Nivell dels índexs de l'ISM



FONTS: Institute for Supply Management i elaboració pròpia.

## ESTATS UNITS: A L'HABITATGE NINGÚ NO S'ARRISCA A MOURE'S

Habitatges iniciats en termes anuals



FONTS: Federal Housing Board, National Association of Realtors i elaboració pròpia.

automòbils i el consum de benzina, van augmentar el 4,7% interanual al juliol, el 2,5% en termes reals, descomptant increments de preus, la qual cosa representa que el ritme d'avanç no arriba a la meitat del que va prevaler durant el 2006. L'índex de confiança del consumidor del Conference Board va pujar al juliol de 105,3 al nivell dels 112,6 punts. Però, atesos els altres indicadors orientats a la baixa, aquest guany s'hauria d'invertir en el futur. La visió empresarial, més en línia amb els temps que corren, es va encaminar en direcció contrària. L'índex d'activitat del juliol de l'Institute for Supply Management va passar de 56,0 a 53,6 punts en manufactures i de 60,7 a 55,8 punts en serveis. Tot i que el nivell roman per damunt de 50 i indica un predomini de respostes optimistes, els descensos són importants, i els principals suports vénen de les exportacions i dels preus, no de la demanda interna. També al costat de l'oferta, la producció industrial va prosseguir la seva lànguida marxa amb avanços de l'1,4% interanual.

Per la seva banda, l'habitatge viu la seva particular cacera de bruixes. La proporció que representen les hipoteques de baixa qualitat és petita, però la disminució de la confiança afecta els particulars i les entitats de la mateixa manera, i ara, com als mercats de crèdit, qualsevol palanquejament és vist amb recel, tot i que els seus números siguin raonables. La conseqüència és un mercat parat, amb les vendes d'habitatges de segona mà baixant al juny l'11,1% interanual i les noves, el 22,1%. Les ànsies per reduir existències van fer que els habitatges iniciats del juliol mostressin una forta feblesa, amb un nou descens del 20,9% interanual que els deixa el 40% per sota del màxim del gener del 2006. Només els preus van mantenir els nivells de l'any anterior amb descensos molt lleugers, però, a la vista dels immobles per vendre, la recuperació queda per a més endavant.

Fins al seu recent canvi d'actitud, la retòrica de la Reserva Federal havia insistit més en el risc inflació que en el d'un creixement menys intens. No obstant això,

**El sector de l'habitatge continua sense recuperar-se...**

**...però la inflació es manté en nivells moderats i el dèficit comercial es redueix.**

sembla que el risc d'inflació, amb un índex dels preus al consum (IPC) que al juliol va baixar la taxa d'avanç al 2,4%, ha amainat. El component subjacent, que als Estats Units exclou l'alimentació i l'energia, va repetir en el 2,2% del mes precedent, i, sense tenir en compte els lloguers dels habitatges, que s'han moderat amb força, els preus van pujar un magre 1,2%. Tot i les recents tensions de costos laborals, atribuïbles a endarreriments de final de cicle, i amb l'ànim dels consumidors a la baixa, el front inflacionista sembla tranquil.

creixement de les exportacions, el que mana és la moderació importadora.

L'economia nord-americana té evidents punts forts en els beneficis empresarials, un mercat de treball que encara conserva el vigor i la previsible recuperació del sector exterior, però, com fa anys va dir el president Franklin D. Roosevelt, el que més hem de témer és la por.

### Japó: tots pendents de les exportacions i del ien

Ser estimat en excés és normalment desitjable, però, a vegades, es pot convertir en una maledicció. La recent fugida cap a actius de qualitat creditícia significa, en divises, una renovada apetència pel ien japonès, la moneda amb menys riscos inflacionistes. El problema és que l'atracció del ien, amb la consegüent apreciació, fa menys competitives les exportacions, que són crucials en una economia en què la demanda interna no acaba d'enlairar-se.

### El Japó creix el 2,3%, amb menys consum privat i públic.

El mercat de treball va mantenir la moderada línia a la baixa, amb una ocupació no agrícola que, en els dotze últims mesos fins al juliol, va créixer l'1,4% interanual, enfront de l'1,7% de l'inici de l'any. La taxa d'atur va augmentar lleugerament fins al 4,6%, nivell encara considerablement baix. Per la seva banda, el dèficit comercial del juny va ser de 58.135 milions de dòlars, xifra que representa un descens del 9,9% interanual on, sense oblidar el

## JAPÓ: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006			2007		Juliol
			II	III	IV	I	II	
PIB real	1,9	2,2	2,2	1,5	2,4	2,6	2,3	-
Vendes al detall	1,4	0,2	-0,2	0,4	-0,1	...	...	...
Producció industrial	1,5	4,5	4,0	6,0	5,3	3,6	2,3	...
Índex activitat empresarial (Tankan) (1)	18,0	22,5	21,0	24,0	25,0	23,0	23,0	-
Habitatges iniciats	3,9	4,5	8,9	-0,8	5,4	-1,9	-2,7	...
Taxa d'atur (2)	4,4	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8	...
Preus de consum	-0,3	0,2	0,2	0,6	0,3	-0,1	-0,1	...
Balança comercial (3)	10,2	9,4	9,1	8,9	9,4	10,2	11,1	...
Tipus interbancari 3 mesos (1)	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
Tipus de canvi efectiu nominal (4)	98,1	91,3	92,9	91,0	89,1	87,1	86,9	...

NOTES: (1) Valor.

(2) Percentatge sobre població activa.

(3) Saldo acumulat de 12 mesos. Bilions de iens.

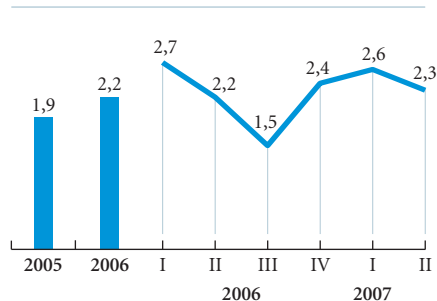
(4) Canvi ponderat pels fluxos del comerç exterior. Valors més grans impliquen apreciació de la divisa.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

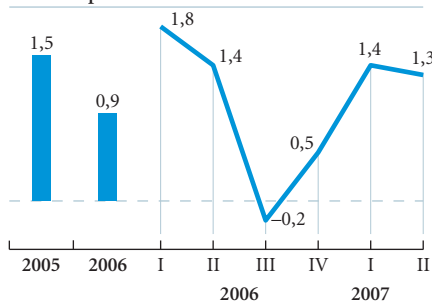
## EVOLUCIÓ DEL PIB DEL JAPÓ PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

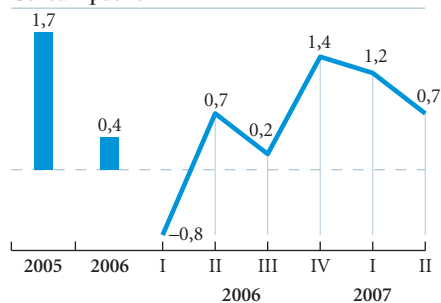
PIB



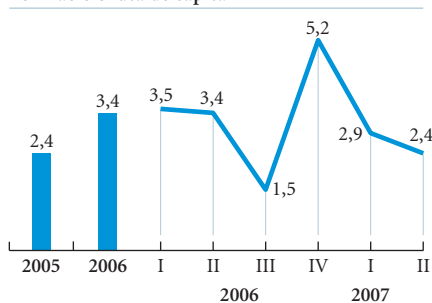
Consum privat



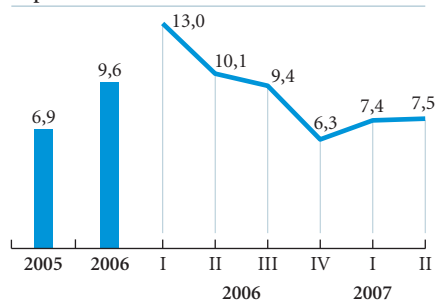
Consum públic



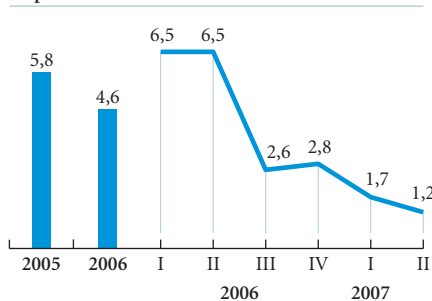
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Institut d'Investigació Econòmica i Social i elaboració pròpia.

El PIB del segon trimestre del 2007 va créixer el 2,3% interanual i va mostrar una lleugera desacceleració. Alentiment que va ser menys lleu en el cas del consum privat, la contribució del qual al creixement en termes inter trimestrals anualitzats es va reduir a la meitat. Amb unes finances públiques en cura d'aprimament i amb una inversió en què el repunt en béns d'equipament no compensa la reculada de la construcció, el principal garant de l'activitat és el sector

exterior, les exportacions del qual creixen a un ritme molt superior al de les importacions. La continuïtat del present cicle expansiu, de perfil baix però durador, en depèn.

La visió empresarial és de cautela. En primer lloc, l'índex Tankan de sentiment empresarial per a grans firmes manufactureres que publica el Banc del Japó va repetir en el segon trimestre el nivell dels 23 punts. En segon lloc, les comandes de ma-

**Amb la demanda interna sense recuperar el to, continua la forta dependència del sector exterior.**

**La producció industrial s'alenteix i els consumidors són més cauts.**

**Els preus continuen en terreny negatiu, però el superàvit comercial va a l'alça.**

quinària, amb una reculada al juny del 4,7% interanual, no auguren un fort repunt de la inversió. El que queda clar és que continuen apostant pel sector exterior en detriment de la demanda interna, amb les comandes destinades a l'exportació guanyant un moderat 1,7%, enfront del decrement del 16,0% de les destinades al consum interior.

Els indicadors més recents de demanda també il·lustren aquesta dependència de l'exterior. Les vendes al detall del juny van cedir el 0,4% en relació amb el mateix període de l'any anterior. En el cas dels automòbils, les vendes del juliol van recular el 8,6% interanual, amb el total dels dotze últims mesos el 15% per sota del nivell de dos anys enrere. L'índex de confiança del consumidor del segon trimestre va baixar de 46,7 fins als 44,0 punts, i la propensió a l'estalvi del juny va continuar augmentant en detriment del consum.

Per la seva banda, el mercat immobiliari va mostrar signes contradictoris, amb forts descensos en les vendes acompanyats d'incrementos de preus i d'un repunt, després de mesos d'atonía, dels habitatges iniciats, que al juny van créixer el 6,0% interanual. Pel que fa a l'oferta, va continuar la desacceleració de la producció industrial, que, en el mateix mes, va créixer el 2,3% interanual, enfront del 4,5% que va prevaler durant el 2006.

Al juny la taxa d'atur va baixar fins al 3,7% de la població activa, però els preus van continuar en territori negatiu, amb un IPC general que va cedir el 0,1% interanual sense perspectiva de canvis immediats. El contrapunt positiu el va continuar aportant el sector exterior, amb una balança comercial que, en els dotze últims mesos fins al juliol, es va enfilem fins als 11,1 bilions de iens.

## JAPÓ: LA PRODUCCIÓ INDUSTRIAL TORNA A FRENAR-SE

Variació interanual de la producció industrial



FONTS: Ministeri de Comunicacions del Japó, Oficina Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

## El canvi climàtic: certeses i incerteses

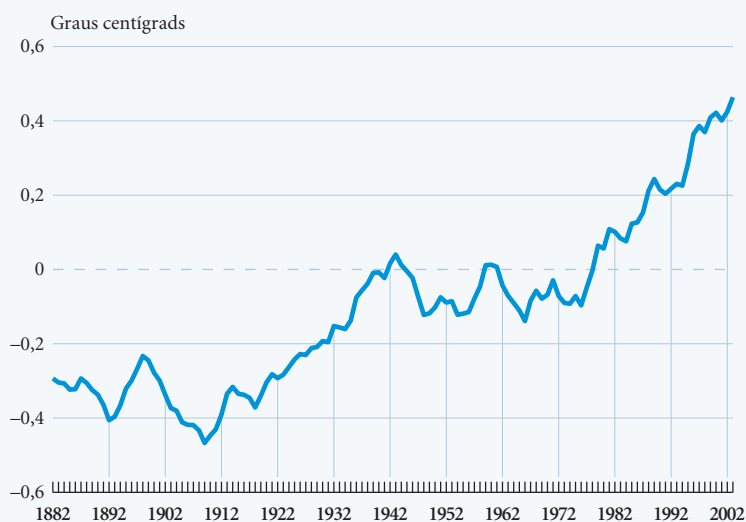
El nombre i la intensitat dels huracans, ciclons i tifons; les inundacions i les onades de calor; els gegantins incendis forestals que assolen cada estiu els Estats Units, Portugal, Espanya o Austràlia; hiverns sense neu i glaceres que desapareixen a una velocitat mai vista. La llista de fenòmens atribuïts al canvi climàtic és inacabable, però... què diuen els científics sobre aquesta qüestió?, s'està produint un canvi estructural en el clima mundial? I, si realment el clima està canviant, quina culpa té l'home?

Ja fa temps que les Nacions Unides van començar a analitzar amb rigor si el clima de la Terra està canviant i com l'activitat humana influeix en aquest canvi. Un dels passos més importants es va fer l'any 1988, quan, juntament amb l'Associació Mundial de la Climatologia, va néixer el Grup Intergovernamental sobre Canvi Climàtic (GICC). Aquest organisme s'encarrega de recopilar i divulgar els avanços científics sobre el tema. Sense cap mena de dubte, la tasca encomanada no és fàcil, ja que l'objecte d'estudi és complex i són pocs els punts en què regna un consens en la comunitat científica.

Un dels pocs aspectes en què sí hi ha consens generalitzat és en l'evolució recent de les temperatures mitjanes del planeta, que, com s'observa al gràfic següent, han pujat de forma gairebé ininterrompuda durant els cent últims anys.

### TENDÈNCIA ALCISTA DE LA TEMPERATURA GLOBAL

Temperatura mitjana anual global menys temperatura mitjana del període 1961-1990



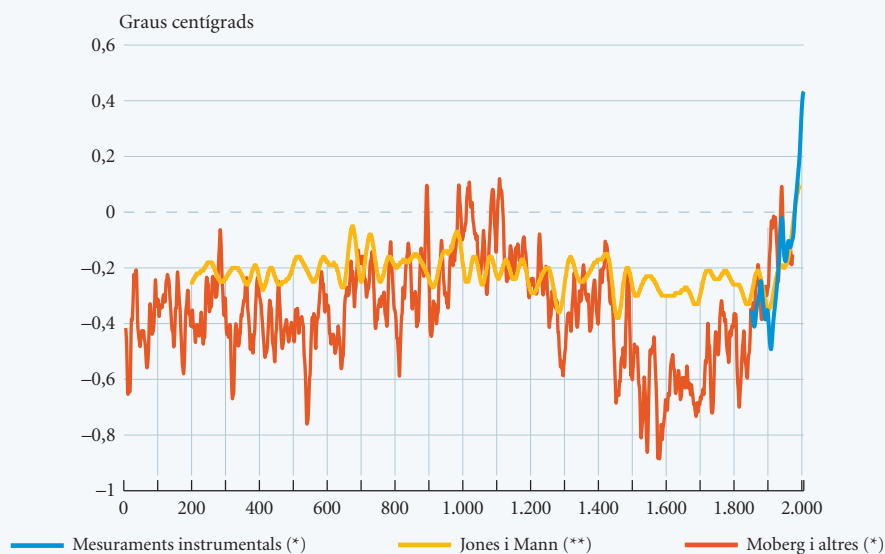
FONT: Hadley Centre, Regne Unit.

Però, aquesta pujada de les temperatures és excepcional o s'han produït fluctuacions d'aquesta magnitud anteriorment? Desafortunadament, el consens sobre l'evolució històrica de les temperatures s'acaba quan els mesuraments directes (o instrumentals) de la temperatura s'acaben i cal recórrer a fonts d'informació indirecta. Per poder reconstruir les temperatures dels últims segles, els científics recopilen informació de totes les fonts al seu

abast: les anelles dels arbres, les mostres del subsòl o de gel, els corals marins, les estalactites i estalagmites de les coves o els sediments marins, per esmentar alguns exemples. Això és el que fan P. D. Jones i M. E. Mann en un article publicat a la *Review of Geophysics* el 2004 i citat a l'informe del GICC del 2007. Segons aquest estudi, les temperatures s'haurien mantingut gairebé constants durant els dos mil últims anys, fins al començament del segle XX. De llavors ençà, haurien començat una escalada totalment anormal (vegeu el gràfic següent). Els mateixos autors conclouen que només la mà de l'home pot explicar el comportament anòmal de les temperatures durant els cent últims anys.

### LES ESTIMACIONS DE LES TEMPERATURES A LLARG TERMINI SÓN MÉS INCERTES

Temperatura mitjana anual global



NOTES: (\*) Temperatura mitjana anual global menys temperatura mitjana del període 1961-1990.

(\*\*) Temperatura mitjana anual global menys temperatura mitjana del període 1856-1980.

FONTS: National Oceanic & Atmospheric Administration, US Dpt. of Commerce, Hadley Centre i elaboració pròpia.

No obstant això, un altre estudi esmentat pel GICC i publicat a la prestigiosa revista *Nature* el 2005 pels científics A. Moberg, D. M. Sonechkin, K. Holmgren, N. M. Datsenko i W. Karlén qüestiona que les temperatures s'hagin mantingut constants durant els dos últims mil·lennis. En aquest article, que disposa de més fonts d'informació i utilitza un mètode d'estimació més sofisticat, es mostra que, al començament del mil·lenni, ja va haver-hi un període amb temperatures per damunt de la mitjana (vegeu el gràfic anterior). També es poden distingir dos períodes amb temperatures per sota de la mitjana: el primer cap a la meitat del primer mil·lenni i el segon durant el segle XVII. La major variabilitat de les temperatures fa que l'escalada recent no sembli històricament tan anormal, però també és cert, tal com conclouen els autors, que, durant els 2.000 últims anys, no hi ha hagut cap període amb unes temperatures tan altes com les observades a partir dels anys noranta.

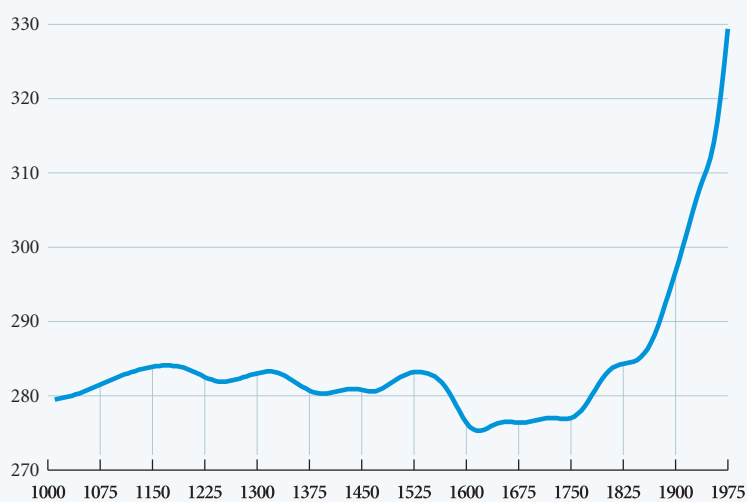
Un altre punt en què regna un ampli consens en la comunitat científica és en l'augment més que significatiu dels nivells de CO<sub>2</sub> a l'atmosfera durant l'últim segle (vegeu el gràfic següent). També es considera demostrat que una major presència d'aquests gasos augmenta l'efecte hivernacle i, per tant, podria incrementar la temperatura de la Terra. No obstant això, també aquí el consens acaba aviat. I és que, a mesura que ha augmentat



el coneixement sobre el funcionament de l'efecte hivernacle, s'han començat a identificar els seus múltiples efectes secundaris i s'ha posat de manifest la dificultat d'obtenir una estimació del seu efecte total sobre les temperatures. Per exemple, d'una banda, un augment de les temperatures podria incrementar el vapor d'aigua (un gas d'efecte hivernacle) a l'atmosfera i amplificaria així l'impacte inicial. Però també és probable que això, al seu torn, afavoreixi l'augment de la nuvolositat, del qual es desconeix encara l'efecte sobre les temperatures. De l'altra, també és de preveure que el mateix increment de les temperatures afavoreixi el desglaç dels pols. Per bé que és cert que el gel reflecteix més la radiació solar que l'aigua marina, també ho és que l'aigua marina aconsegueix diluir una part important de les emissions de CO<sub>2</sub>. Al mateix temps, però, alguns estudis consideren que un augment de les temperatures podria acidificar l'aigua marina i reduir-ne la capacitat de diluir el CO<sub>2</sub>.

### EL NIVELL DE CO<sub>2</sub> A L'ATMOSFERA HA AUGMENTAT AMB FORÇA EN ELS CENT ÚLTIMS ANYS

Concentració de CO<sub>2</sub> en parts per milió



FONT: Law Dome Historical records, The Carbon Dioxide Information Analysis Center, U.S. Department of Energy.

La llista d'interconnexions entre els diferents elements que sosté el sistema climàtic actual és inacabable i fa difícil quantificar la relació entre els augments de CO<sub>2</sub> i la temperatura.

Tot i que la comunitat científica ha avançat molt en el coneixement d'aquest sistema, encara es desconeixen amb exactitud els vincles entre els diferents elements i la velocitat d'ajustament a un possible nou equilibri del sistema climàtic. No obstant això, a partir de l'evidència disponible, els científics poden simular l'evolució de les temperatures amb complexos models matemàtics. Per poder determinar la influència derivada de l'activitat humana, se simulen les temperatures tenint en compte només factors naturals i després s'hi afegeixen també les variacions provocades per l'activitat humana. Com es recull a l'informe del GICC, «és molt improbable que el canvi climàtic global experimentat durant els 50 últims anys es pugui explicar sense tenir en compte factors humans».

Aquests models també poden ser utilitzats per fer projeccions sobre l'evolució futura de les temperatures. Segons els estudis utilitzats pel GICC, si les emissions es mantinguessin constants en els nivells de l'any 2000, s'es-

tima que, al final del segle XXI, les temperatures podrien haver pujat entre 0,3°C i 0,9°C. L'augment es podria situar entre 1,1°C i 2,9°C en un escenari en què continuen augmentant les emissions de CO<sub>2</sub>, però el creixement demogràfic és baix i s'utilitzen tecnologies més eficients, o entre 2°C i 5,4°C si el creixement demogràfic és elevat i el canvi tecnològic és moderat.

No hi ha dubte que les temperatures han pujat durant l'últim segle. A més a més, és més que probable que la mà de l'home en sigui en part responsable, tot i que es desconeix fins a quin punt. En funció del nostre comportament amb el planeta, pot ser que les temperatures pugin més –o potser molt més– en el futur. El que és segur és que, atesa la complexitat de la matèria i el que està en joc, cal continuar treballant intensament per conèixer millor els mecanismes que determinen el clima planetari i per avaluar els costos i els beneficis de les possibles mesures de política mediambiental. En això el consens és absolut.

### El Brasil manté el to de l'expansió i creix al 4,2%.

### La força del consum privat i l'acceleració de la inversió han d'empènyer el creixement al desitjat 5%.

### Brasil agafa la ruta alcista

Els comptes de l'economia es mostren molt més sòlids i equilibrats que en etapes anteriors. El PIB va créixer el 4,2% interanual en el primer trimestre i va mantenir així el to del cicle expansiu. La reactivació del consum privat i de la inversió, amb creixements del 6,0% i del 4,0%, respectivament, és una garantia de continuïtat. Però el sector exterior, fins ara en plena forma, disminueix la seva contribució als avanços, amb unes importacions que acceleren fins a créixer el

5,9%, enfront d'unes exportacions que s'alenteixen fins a creixements del 7,2%, més per l'increment del dèficit dels serveis que per una disminució del superàvit comercial.

Mentre el consum públic manté la cura per aprimar-se, la producció industrial del juny va repuntar fins a un ritme d'avanç del 6,0% interanual. De forma significativa, i en línia amb l'esmentada força inversora, la producció industrial de béns de capital es va incrementar el 17,4% en relació amb el mateix període de l'any an-

## BRASIL: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006		2007		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	2,9	3,7	4,5	4,7	4,2	...	–
Producció industrial	3,1	2,8	2,8	3,2	3,8	5,8	...
Taxa d'atur São Paulo (1)	17,0	15,9	16,0	14,3	15,2	15,6	...
Preus de consum	6,9	4,2	3,8	3,1	3,0	3,3	3,7
Balança comercial (2)	44,8	46,1	46,1	46,1	45,6	47,3	45,0
Tipus SELIC del banc central (4)	19,1	15,1	14,4	13,4	12,9	12,3	11,5
Tipus de canvi (3)	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9

NOTES: (1) Percentatge sobre població activa.

(2) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

(3) Valor respecte al dòlar.

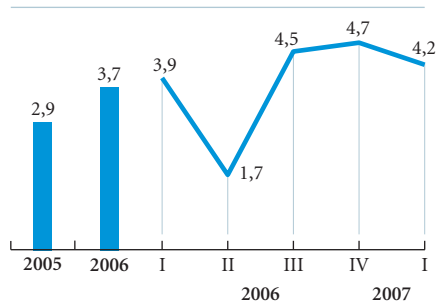
(4) Valor del tipus del banc central del Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

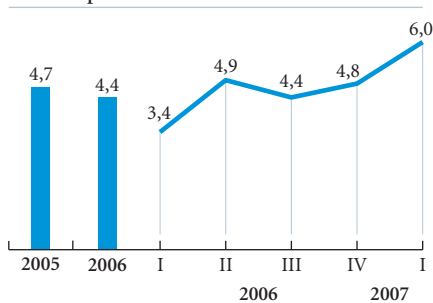
## EVOLUCIÓ DEL PIB DEL BRASIL PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

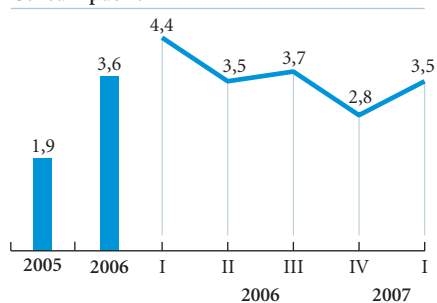
PIB



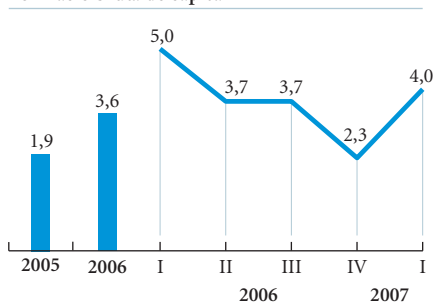
Consum privat



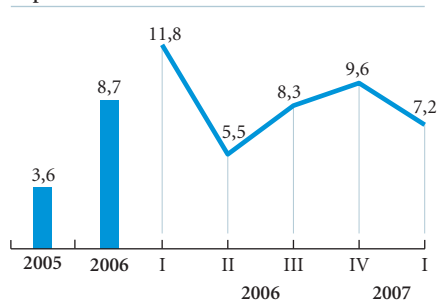
Consum públic



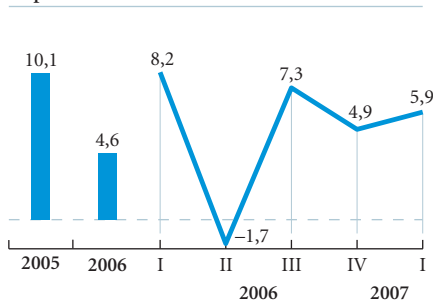
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil i elaboració pròpia.

terior. Pel que fa a la demanda, les coses van anar pel mateix camí que en el cas de l'oferta, sincronització que, pel que sembla, no es dona en el cas argentí. Les vendes al detall del juny es van accelerar fins a mostrar avanços de l'11,6% interanual i van evidenciar, en aquesta primera meitat de l'any, un to superior al de l'any passat.

La inflació continua sota control, tot i el repunt del juliol, que la va dur al 3,7%

interanual, amb nivells propers al mínim històric i moderats en relació amb els seus socis comercials. L'apreciació del tipus de canvi no hauria de representar una pèrdua de competitivitat, ja que el punt de partida és el d'una divisa barata. Així, tot i l'augment del dèficit en la balança de serveis, la balança comercial va continuar mantenint el saldo positiu, que, en els dotze últims mesos fins al juliol, va ser de 45.000 milions de dòlars. Dins aquest

**La inflació repunta fins al 3,7%, nivell encara moderat, però l'atur continua prop del 15%.**

## BRASIL: LA INVERSIÓ INDUSTRIAL TORNA A REPUNTAR

Variació interanual de la producció industrial de béns de capital



FONTS: IPEA i elaboració pròpia.

**L'Argentina creix el 8,0% gràcies al consum privat i a la inversió.**

context positiu, la taxa d'atur al districte de São Paulo va tornar al juny a baixar lleugerament fins al 14,9% de la població activa, percentatge que representa un manteniment en nivells encara massa alts.

### Argentina: expansió amb riscos inflacionistes

L'expansió argentina no perd múscul, amb un PIB que, en el primer trimestre de l'any, va créixer el 8,0% interanual. El consum privat i la inversió van continuar essent els principals suports de l'activitat, mentre que el sector exterior va continuar perdent força, perjudicat per una pujada dels preus, que encara és la major feblesa del present cicle. Tot i que, a diferència de temps passats, els comptes econòmics es mostren robusts, les recents turbulències financeres representen un risc que cal tenir en compte.

Els indicadors de demanda més recents corroboren la força del cicle expansiu. Les

vendes al detall de la regió de Buenos Aires van créixer al juny un 35,6% interanual, secundades per les vendes en grans magatzems, que van avançar el 29,8%. La venda d'automòbils, tot i mostrar una lògica desacceleració, en els dotze últims mesos fins al juny, es va incrementar l'11,1% interanual i es va enfilir fins al 76,3% del nivell previ a la crisi del 2002.

Pel costat de l'oferta, la producció industrial del juny va continuar perdent força i va créixer al juny un magre 1,4% interanual, sobretot tenint en compte que, en el mateix període de l'any passat, creixia per damunt del 10%. La causa d'aquesta desacceleració cal buscar-la en la feblesa del sector de l'acer i del sector de les indústries químiques, que va recular el 14,5% interanual. La força de les indústries d'extracció de minerals compensa el panorama, però només en part. Al seu torn, l'Indicador Sintètic de l'Activitat de la Construcció del juny es va incrementar el 4,3% interanual i va deixar enrere l'atonia primaveral.

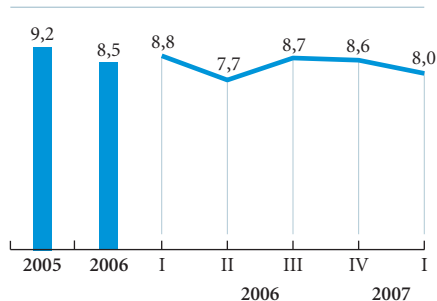
**La demanda continua creixent amb intensitat...**

**...però la producció industrial es desaccelera per la feblesa de l'acer i de la indústria química.**

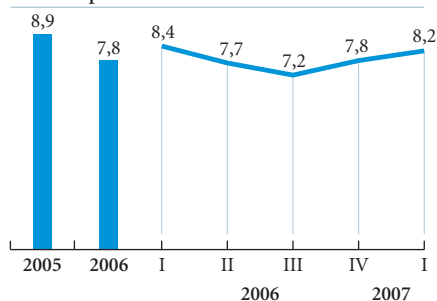
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ARGENTINA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual en termes reals

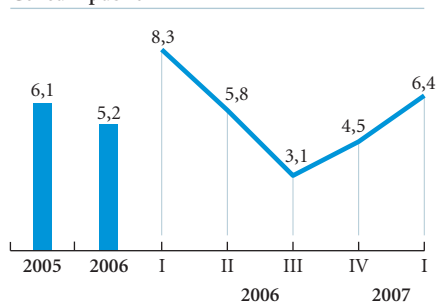
### PIB



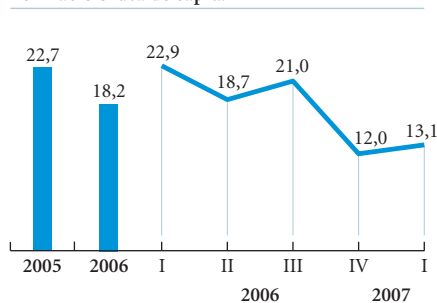
### Consum privat



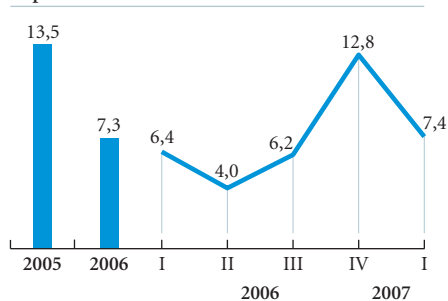
### Consum públic



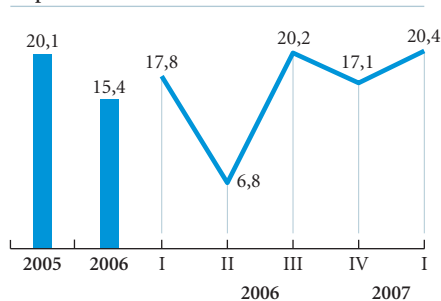
### Formació bruta de capital fix



### Exportacions de béns i serveis



### Importacions de béns i serveis



FONTS: Institut Nacional d'Estadística i Censos de la República Argentina (INDEC) i elaboració pròpia.

La inflació del 8,6% del juny, alta en comparació amb la resta de la regió, és un risc per a l'estabilitat macroeconòmica i per a la competitivitat de les exportacions, tot i el manteniment del superàvit comercial. Les perspectives no apunten a millores rà-

pides, atesa la recent acceleració dels preus a l'engròs. Per la seva banda, la taxa d'atur del primer trimestre va augmentar fins al 9,8% de la població activa, nivell elevat si tenim en compte el vigor de la demanda interna.

**La inflació del 8,6% és alta per a la regió i perjudica el sector exterior.**

## ARGENTINA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006		2007		Juliol
			III	IV	I	II	
PIB real	9,2	8,5	8,7	8,6	8,0	...	-
Producció industrial	7,1	7,8	9,7	6,1	4,6	3,0	...
Taxa d'atur (1)	11,6	10,2	10,2	8,7	9,8	...	-
Preus de consum	9,6	10,9	10,6	10,1	9,5	8,8	8,6
Balança comercial (2)	11,7	12,3	11,6	12,3	11,6	11,2	...
Tipus interbancari 3 mesos (4)	6,2	9,9	10,2	10,5	9,7	9,4	12,1
Tipus de canvi (3)	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1

NOTES: (1) Percentatge sobre població activa.

(2) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars.

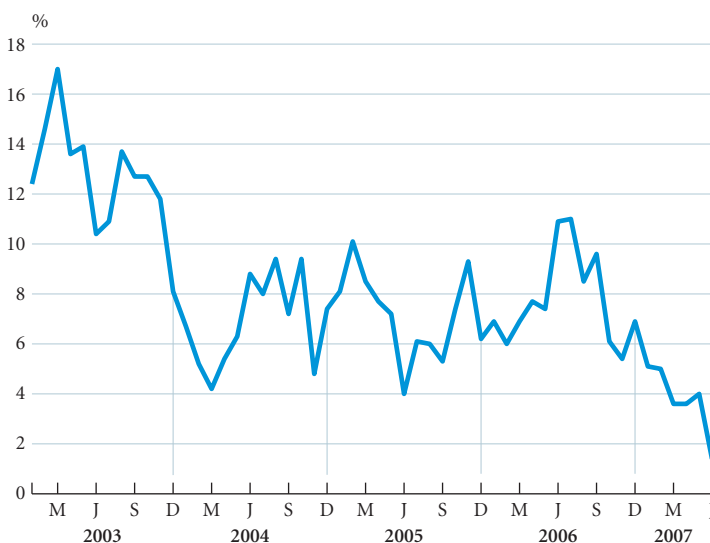
(3) Valor respecte al dòlar.

(4) Valor.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i Censos de la República Argentina (INDEC) i elaboració pròpia.

## ARGENTINA: LA INDÚSTRIA PERD LA RODA DE L'EXPANSIÓ

Variació interanual de l'índex de producció industrial



FONTS: INDEC i elaboració pròpia.

**La menor demanda, actual i esperada, i la sortida dels inversors més especulatius impulsen la caiguda del preu del petroli.**

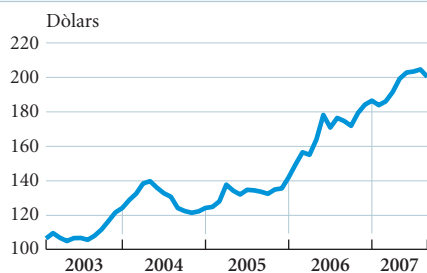
### Primeres matèries: correcció abrupta del preu del petroli

Després d'anotar màxims anuals al juliol, per damunt dels 77 dòlars per barril *Brent* per a lliuraments a un mes, a l'agost hem assistit a un important descens dels preus

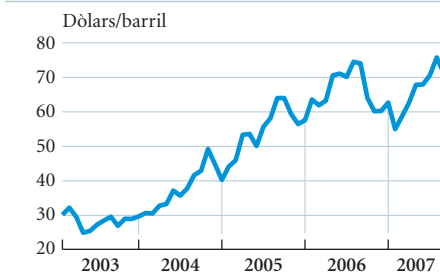
del petroli que ha situat les cotitzacions en la zona dels 69-72 dòlars per barril cap al final d'aquest mes. Aquest sensible ajust a la baixa dels preus ha estat degut, principalment, a tres factors. En primer lloc, la distància entre oferta i demanda de cru s'ha reduït progressivament. Així, les da-

## EVOLUCIÓ DE PRIMERES MATÈRIES SELECCIONADES

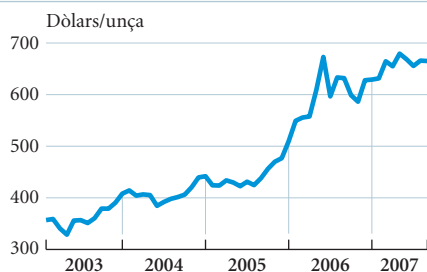
Índex «The Economist»



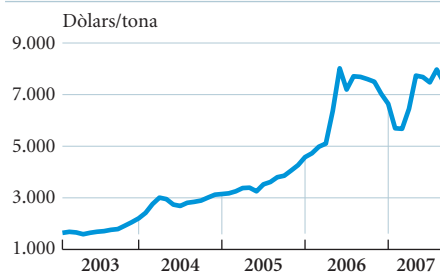
Petrolí Brent



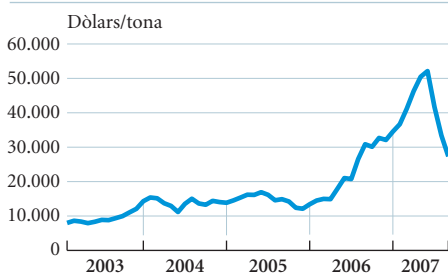
Or



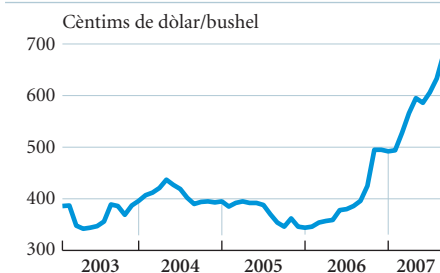
Coure



Níquel



Blat



FONTS: «The Economist», Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.

des més recents confirmen que el creixement de la demanda mundial de petroli s'alenteix (en especial als països industrialitzats), al mateix temps que la finalització dels treballs de manteniment en les tasques d'extracció i refinatge permeten un increment d'oferta important, tant als països de l'Organització de Països Exportadors de Petroli (OPEP) com als productors no-OPEP.

Un segon factor és que es preveu que la demanda futura tendeixi a créixer menys del que s'esperava uns mesos enrere, situació que reflectiria en part els efectes

sobre l'economia real de les recents turbulències financeres i, en particular, les conseqüències sobre l'activitat d'un possible escenari de restricció del crèdit. Finalment, el tercer factor, vinculat precisament a l'esmentada crisi financera, ha estat la retirada del mercat del cru dels fons més especulatius.

Però si el petroli ha ofert una treva en la seva escalada, la resta de primeres matèries han experimentat moviments dispars. Els metalls havien tendit a corregir a la baixa des del juny passat. Ara, arran en part de la sortida del mercat dels in-

**Fa tres mesos que els metalls corregeixen a la baixa, tendència que s'ha intensificat amb la crisi financera.**

**El blat, en màxims històrics a causa de la demanda creixent d'aliments i de les magres perspectives de la collita d'enguany.**

versors més especulatiu, han intensificat la tònica de descens. En canvi, les primeres matèries agrícoles, i en especial el blat, continuen en una notable tendència alcista.

El blat, en una carrera alcista notable, ha assolit màxims històrics a l'agost (més de 725 centaus de dòlar per bushel). El factor determinant d'aquesta evolució és la creixent preocupació sobre l'augment global d'aliments i les dificultats que puguin existir per satisfer aquesta demanda en expansió. Aquesta percepció es veu agreujada, en el cas del blat, pel fet que

importants productors mundials, com els Estats Units, substitueixen una part dels cultius de blat per blat de moro, cereal utilitzat en la fabricació de bioetanol, un combustible «verd» en auge en aquests temps de lluita contra el canvi climàtic. Addicionalment, el mal temps ha afectat negativament les collites de Canadà, Europa i Austràlia. En conjunt, la demanda mundial de blat serà de 614 milions de tones en la temporada 2007-2008, però la collita només arribarà als 607 milions de tones, segons les estimacions del Consell Internacional de Cereals.

## PREUS DE PRIMERES MATÈRIES

	2005	2006	2006		2007			
			III	IV	I	II	Juliol	Agost
<b>Índex «The Economist» en dòlars (*)</b>								
<b>General</b>	<b>3,6</b>	<b>27,5</b>	<b>30,5</b>	<b>33,3</b>	<b>21,7</b>	<b>18,1</b>	<b>15,9</b>	<b>14,7</b>
Alimentàries	-1,3	11,0	8,5	20,2	16,5	19,0	23,2	28,6
Industrials	9,7	46,1	55,5	46,9	26,9	17,6	10,1	3,8
<i>Agrícoles no alimentàries</i>	-1,9	12,5	12,6	2,0	4,5	3,3	2,1	5,9
<i>Metalls</i>	16,5	62,0	76,4	66,8	36,2	22,6	12,7	3,2
<b>Índex «The Economist» en euros (*)</b>	<b>4,0</b>	<b>26,3</b>	<b>24,9</b>	<b>22,9</b>	<b>11,6</b>	<b>10,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,8</b>
<b>Petroli (**)</b>								
Dòlars/barril	55,1	66,3	70,9	61,0	58,7	68,8	75,8	71,3
Taxa de variació	46,5	21,6	14,7	5,7	-6,5	-2,6	1,7	-3,7
<b>Or</b>								
Dòlars/unça	445,1	604,1	621,3	614,4	650,3	667,8	665,9	665,9
Taxa de variació	8,6	36,1	41,5	26,6	17,3	6,9	5,2	5,4

NOTES: (\*) Taxa de variació interanual.

(\*\*) Qualitat Brent; preus a un mes.

FONTS: «The Economist», Thomson Financial Datastream i elaboració pròpia.



## Contenir o no contenir? Aquesta és la qüestió

«Siempre que te pregunto que cuándo, cómo y dónde, tú siempre me respondes: quizás, quizás, quizás...». És molt probable que, quan Osvaldo Farrés va escriure el seu famós cha-cha-chá als anys quaranta, tingués al cap el diàleg entre dos enamorats i no l'escalfament de la Terra. No obstant això, escoltant-lo avui, la lletra de la cançó podria perfectament referir-se al diàleg sobre el canvi climàtic entre governants i economistes o entre economistes i geofísics.

El nivell de complexitat i d'incertesa que caracteritza l'estudi del canvi climàtic és tan considerable que donar una resposta precisa i rigorosa a les preguntes més bàsiques –si existeix, la seva magnitud o les seves causes– acaba resultant d'una dificultat titànica (vegeu el requadre de la pàgina 13). I, si predir canvis de temperatures a cent anys vista ja resulta complicat, prendre decisions a partir d'aquestes prediccions encara ho és més. A mesura que el debat sobre el canvi climàtic es mou del pla estrictament científic al pla polític que planteja si cal o no prendre mesures per combatre'l, sorgeixen noves incògnites i les preguntes clau passen a ser: quant? i amb quin rapidesa caldria reduir les emissions de gasos d'efecte hivernacle (GEH)?

Per respondre aquestes preguntes cal abordar prèviament dues qüestions: com es pot minimitzar l'impacte antropogènic sobre el clima? i quin és el cost d'aquest «com» en comparació amb el cost de no fer res? Les mesures de contenció al nostre abast inclouen, per exemple, utilitzar combustibles que emetin menys CO<sub>2</sub> per unitat energètica; frenar la desforestació i plantar més arbres perquè consumeixin GEH, o invertir en el desenvolupament de tecnologies més intenses en energia renovable i en tecnologies que permetin restar concentració de GEH a l'atmosfera –com, per exemple, la captura de CO<sub>2</sub> per emmagatzemar-lo en pous subterranis–. Inevitablement, cap de les mesures per contenir el canvi climàtic no és gratuïta i cadascuna ha de ser avaluada en relació amb un escenari de no intervenció. Això requereix una valoració prèvia del benefici net d'una i altra opció, i és aquí on entren els economistes, els experts en l'anàlisi cost-benefici.

D'acord amb els criteris de racionalitat econòmica aplicats normalment, la mesura òptima –i la «no actuació» és, en aquest cas, una opció– serà la que presenti una relació cost-benefici més favorable. Així, doncs, per a cada alternativa, el seu cost –el sacrifici que requereix en termes de PIB– s'ha de comparar amb els beneficis, que no són més que els danys que s'evitarien. Entre els possibles «danys» associats al canvi climàtic s'inclouen: els efectes adversos sobre la productivitat agrícola, el desplaçament de poblacions i la pèrdua de capital (fàbriques, habitatges, infraestructures, etc.) resultants d'una eventual pujada del nivell del mar, la dissipació de les reserves d'aigua pel desglaç de les glaceres, els efectes adversos sobre la salut, les vides humanes o la fauna o altres impactes ecològics. La tasca de valoració no és ni de bon tros senzilla, ja que, a més de la dificultat que comporta assignar un valor monetari a factors no econòmics, com l'extinció d'una espècie animal, els economistes han d'afegir a la llista de complicacions el fet que molts dels efectes que cal valorar es materialitzaran en el futur (més o menys llunyà).

Tot i que l'aplicació de l'anàlisi cost-benefici a l'avaluació d'opcions davant el canvi climàtic no és recent, sir Nicholas Stern, execonomista en cap del Banc Mundial i director de l'Oficina Econòmica del govern britànic, va situar el debat en el primer pla de l'agenda política quan, a la tardor del 2006, va presentar el seu informe sobre la repercussió econòmica de l'escalfament global. Fent referència al canvi climàtic com «la fallada de mercat més gran que el món ha vist mai» i basant-se en les prediccions del Tercer Informe del Grup Intergovernamental sobre Canvi Climàtic (GICC), Stern i els seus col·laboradors afirmen que, si continua la tendència actual d'emis-

sions, la concentració atmosfèrica de GEH arribarà a les 550 parts per milió el 2035, magnitud que se sol associar a un augment de la temperatura, com a mínim, de 2°C. A partir d'aquestes dades, estimen que el cost dels efectes del canvi climàtic que es podrien evitar (equivalent al 5% del PIB per any, només considerant els efectes econòmics) és molt superior al cost de la intervenció (1% del PIB) i, per aquest motiu, defensen una reducció dràstica i immediata de les emissions que arribi fins al 25% dels nivells actuals el 2050 i fins al 80% en un termini més llunyà.

Hi ha qui considera que la categòrica conclusió de l'informe Stern no està prou justificada. Els principals arguments utilitzats en contra seu són, d'una banda, l'enorme incertesa que encara planteja l'estimació dels danys associats al canvi climàtic i, de l'altra, el fet que aquests danys se situïn en un futur molt llunyà, amb la dificultat de valoració afegida que això comporta. Pel que fa a la incertesa, la complexitat del sistema que determina els diferents escenaris possibles és enorme, i no solament és necessari predir canvis climàtics, sinó també econòmics, socials o tecnològics. Parlem d'un segle, qui sap quant creixerà el PIB mundial!, qui sap quines mesures es duran a terme per reduir les emissions!, qui sap què s'inventarà!

D'altra banda, haver de decidir avui si cal actuar o no quan la majoria dels efectes passaran demà obliga a comparar uns danys mesurats en termes de consum futur amb uns costos d'intervenció mesurats en termes de consum present. Aquesta comparació no solament comporta la selecció d'una taxa de descompte del benestar futur per –com qualsevol altra decisió d'inversió que representi rendiments futurs– trobar el seu equivalent en termes de benestar present. També requereix judicis ètics per comparar el benestar de generacions diferents i de poblacions amb una exposició diferent al canvi climàtic. Tot i que l'informe Stern ha estat qüestionat des de diferents angles, és precisament per la seva particular elecció de la taxa de descompte que ha rebut les crítiques més severes.

L'informe esmenta justificacions ètiques per adoptar una taxa de descompte propera a zero (0,1% anual per ser específics). Això representa atorgar una gran importància al benestar de les generacions futures, de manera que es magnifica el valor present dels efectes futurs i –combinat amb altres supòsits de l'informe– es racionalitzen reduccions de les emissions amb la màxima immediatesa possible. William Nordhaus, catedràtic d'economia de la Universitat de Yale i expert en economia del canvi climàtic, ha argumentat que aquest valor se situa molt per sota de la taxa de retorn al capital que observem, mesura utilitzada comunament per descomptar els efectes futurs en les anàlisis cost-benefici. Segons Nordhaus, amb l'elecció d'una taxa de descompte més realista, la conclusió no seria una reducció dràstica de les emissions, sinó el que anomena una «política climàtica en rampa», és a dir, una reducció progressiva de les emissions que començaria amb retallades molt més modestes que les prescrites per l'informe Stern, les quals anirien augmentant gradualment a mesura que avancés el segle (retallades del 16% el 2015, del 25% el 2050 i del 42% el 2100).

Independentment del fet que una taxa de descompte propera a zero es pugui justificar en funció de criteris ètics de neutralitat entre generacions, el premi Nobel d'economia i catedràtic de la Universitat d'Stanford, Kenneth Arrow, sosté que la causa a favor de la contenció és sòlida i que difícilment podrà afeblir-se amb arguments referents a la taxa de descompte. Ateses unes conseqüències del canvi climàtic que, en absència de contenció, són incertes però certament negatives i reconeixent que la majoria sentim una certa aversió al risc, sobretot si el risc és enorme, Arrow estima que qualsevol taxa de descompte inferior al 8,5% hauria dut Stern a pronunciar-se a favor de la contenció i en contra de la no actuació. Per aquest motiu, tot i que adverteix de la necessitat d'estudiar la robustesa de les projeccions i de valorar amb cura la taxa de descompte, dóna suport a la conclusió fonamen-

tal de l'informe Stern: més val actuar avui dràsticament que córrer el risc que la situació se'ns escapi de les mans i no puguem evitar patir les conseqüències.

En definitiva, tot i que persisteix el desacord sobre la magnitud i la urgència de la intervenció, i malgrat la complexitat de l'anàlisi i de les moltes incògnites encara presents, tot fa pensar que la «contenció» és la millor opció. Així, davant la pregunta sobre si cal invertir o no, cada cop són menys els qui responen «quizás, quizás, quizás».

## UNIÓ EUROPEA

**El creixement a la zona de l'euro es desaccelera fins al 2,5%, una tònica que prosseguirà, tot i que a un ritme més contingut.**

### Zona de l'euro: menys carbó a la màquina

L'economia europea ha encarrilat clarament la via de la desacceleració. Després de créixer el 3,3% interanual en el quart trimestre del 2006, l'activitat s'ha alentit fins al 3,1% en el primer trimestre del 2007 i fins a una taxa del 2,5% en el segon. Les previsions mostren, però, que el ritme de desacceleració se suavitzarà en la segona meitat de l'exercici.

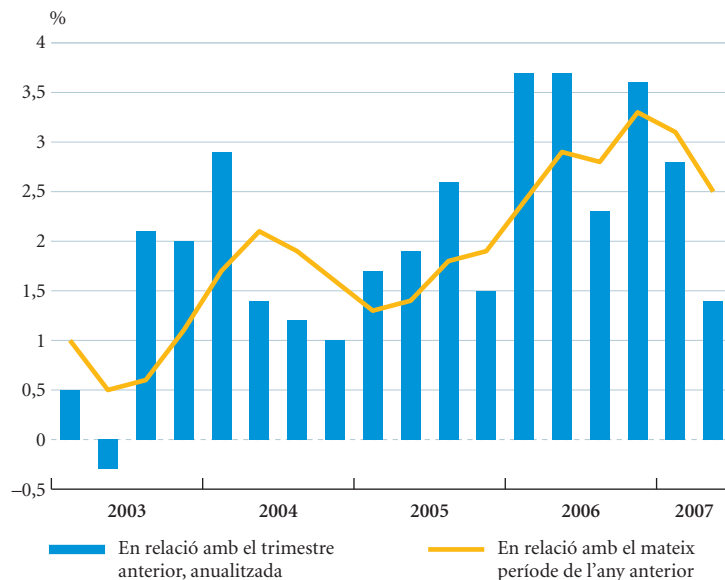
Un dels motius fonamentals que expliquen que la recuperació no s'hagi dilatat en el temps i no hagi estat més intensa és que el consum privat no ha acabat d'enlairar-se. Tot i que encara no es disposa del detall de l'evolució per components del

creixement del producte interior brut (PIB) del segon trimestre, els indicadors mensuals disponibles confirmen aquesta explicació. Per exemple, les vendes al detall van créixer el 0,9% interanual en la mitjana del període abril-juny, incapaces, per tant, de consolidar el ritme de l'1,7% del primer trimestre, situació, d'altra banda, gens excepcional.

Malgrat tot, la progressiva recuperació de la confiança del consumidor apunta a una certa millora del consum per als propers mesos. La positiva evolució del mercat de treball, amb la taxa d'atur per sota del 7% en els mesos de maig i juny, hauria de contribuir a aquest gir. L'impuls de la despesa de les llars no serà, en tot cas, suficient per revertir el camí recent de desaccelera-

### LA RECUPERACIÓ A LA ZONA DE L'EURO S'ALLUNYA DELS MÀXIMS CÍCLICS

Variació del producte interior brut en termes reals



FONTS: Eurostat i elaboració pròpia.

## ZONA DE L'EURO: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	1,6	2,9	2,9	2,8	3,3	3,1	-	2,5	-	-
Vendes al detall	1,2	2,1	2,3	2,4	2,3	1,7	1,7	0,0	1,0	...
Confiança del consumidor (*)	-14	-9,0	-10	-8	-7	-5	-4	-1	-2	-2
Producció industrial	1,3	4,0	4,3	4,1	4,0	3,9	2,9	2,7	2,4	...
Sentiment econòmic (*)	97,9	106,9	106,8	108,2	109,9	110,0	111,0	112,1	111,7	111,0
Taxa d'atur (**)	8,6	7,9	7,9	7,8	7,6	7,2	7,0	6,9	6,9	...
Preus de consum	2,2	2,2	2,5	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
Balança comercial (***)	42,1	-10,4	-10,0	-21,6	-13,1	-1,1	9,4	14,9	13,0	...
Tipus d'interès Euríbor 3 mesos	2,2	3,4	2,8	3,1	3,4	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	101,2	104,5	102,6	105,1	104,5	105,5	106,4	107,6	107,0	107,3

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

(\*\*\*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: Eurostat, Banc Central Europeu, Comissió Europea i elaboració pròpia.

ció que la zona de l'euro ha seguit, atès que les contribucions del sector exterior i de la inversió tampoc tendiran a ampliar-se en els propers trimestres.

Els indicadors d'oferta coincideixen amb el diagnòstic anterior. L'activitat industrial, bona aproximació al moment cíclic, ha lliscat progressivament cap a una zona de menor ritme de creixement. Així, la producció industrial va créixer, al juny, el 2,4% interanual, lluny dels màxims anuals superiors al 4% del febrer i del març. Una tònica similar segueixen els serveis i la construcció, segons es desprèn de l'evolució dels respectius indicadors de confiança.

Aquesta moderació de l'activitat ha anat acompanyada d'un comportament de la inflació relativament estable, ja que l'índex de preus de consum (IPC) harmonitzat es va situar al juliol en taxes d'increment de l'1,8% interanual. Aquest ritme, similar a l'1,9% exhibit entre març i juny, és degut, fonamentalment, al fet que el component energètic ha registrat

un creixement interanual nul al juliol i ha trencat a la baixa la tendència dels últims mesos.

A partir d'aquesta situació, els interrogants fan referència, lògicament, a les perspectives dels propers mesos. En particular, preocupa determinar el probable abast de la desacceleració econòmica i l'evolució de la inflació que pugui acompanyar aquest procés. Tot i la incertesa que envolta l'actual episodi de turbulències financeres, la situació dels fonaments econòmics de la zona de l'euro és positiva i permet esperar que la inèrcia actual, amb un creixement del PIB per damunt del potencial –que es pot estimar en valors lleugerament superiors al 2%–, s'allargui en els propers trimestres. Al seu torn, cal esperar una certa acceleració de la inflació en el tram final de l'any.

Els riscos més immediats per al compliment d'aquest escenari deriven de l'entorn internacional. Atès el limitat impuls mostrat pel consum privat, la tònica prevista de desacceleració moderada només

**Un element recurrent (consum feble) i un de nou (alentiment inversor) resten possibilitats d'expansió econòmica.**

**La inflació, en l'1,8% al juliol, gràcies al millor comportament de l'energia.**

**En un futur immediat, els riscos provenen de l'esfera internacional més que de la interna.**

es podrà donar en un context internacional favorable que continuï alimentant el binomi exportació-inversió, motor fins ara de l'actual cicle europeu, ja que l'evolució recent dels tipus d'interès i dels tipus de canvi juguen a la contra.

Pel que fa al primer d'aquests elements, les exportacions van créixer el 9% interanual al juny, aproximadament tres punts menys que en la mitjana del primer trimestre. En els últims mesos, les vendes a l'exterior han tendit a alentir-se, en part a causa de l'impacte negatiu sobre la competitivitat que ha tingut l'apreciació de l'euro, superior al 3% en els dotze mesos que acaben a l'agost. Igualment, la correcció que comença a experimentar la inversió és deguda, en part, a l'encariment de les condicions de finançament, derivada lògica del tensionament monetari del Banc Central Europeu, que ha dut l'euríbor a 3 mesos a doblar el seu nivell des de l'any 2005.

### **Alemanya: la festa decau però no s'acaba**

L'economia germànica es va desaccelerar fins al 2,5% interanual en el segon trimestre

tre, enfront del 3,6% del trimestre precedent. Aquest moviment va ser degut al fet que la millora del consum va ser insuficient per compensar la desacceleració inversora (tant de béns d'equipament com de construcció) i a la menor aportació del sector exterior, provocada per la pèrdua d'impuls exportador.

A partir d'aquest punt, els indicadors publicats més recentment confirmen que, per bé que la desacceleració encara recorrerà un tram, no sembla que el procés tingui gaire intensitat. Així, malgrat que la trajectòria del consum és decebedora, la consolidació de la recuperació de la confiança del consumidor en el període maig-juliol apunta a un canvi de terç en el tram final del 2007. El descens de la taxa d'atur fins al 9,0% al juliol és un factor addicional de suport a la despesa de les famílies, col·lectiu que també rep el suport de la continguda situació de la inflació (estable en l'1,8% interanual al juny i al juliol).

Així mateix, sembla que l'activitat industrial ha assolit un sostre en els últims mesos, atès que la producció industrial acumula tres mesos (d'abril a juny) creixent

**Alemanya creix el 2,5% en el segon trimestre, enfront del 3,6% del trimestre anterior...**

## **ALEMANYA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	1,0	3,1	3,0	3,2	3,9	3,6	-	2,5	-	-
Vendes al detall	1,4	6,1	5,9	5,5	6,5	-1,2	-0,6	-4,2	-0,8	...
Producció industrial	2,8	6,0	6,0	6,7	6,3	7,6	4,6	5,5	4,9	...
Índex d'activitat empresarial (IFO) (*)	95,5	105,5	106,1	105,2	107,0	107,5	108,6	108,6	107,0	106,4
Taxa d'atur (**)	11,7	10,8	11,0	10,6	10,1	9,4	9,2	9,2	9,1	9,0
Preus de consum	2,0	1,7	1,9	1,6	1,3	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8
Balança comercial (***)	156,3	153,1	151,2	148,3	158,1	168,4	175,4	180,4	183,6	...

NOTES: (\*) Valor.

(\*\*) Percentatge sobre població activa.

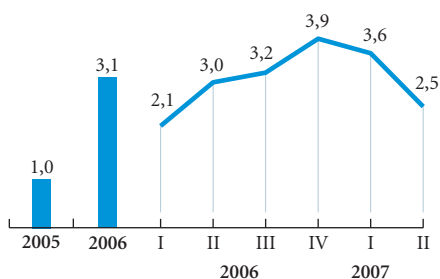
(\*\*\*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

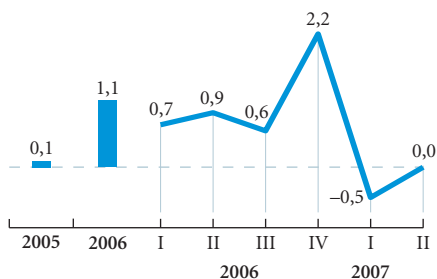
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ALEMANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual

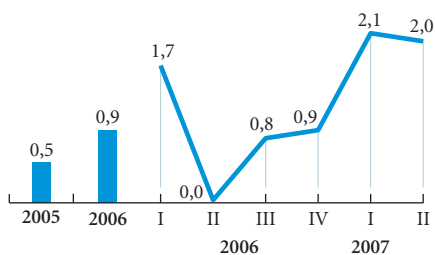
PIB



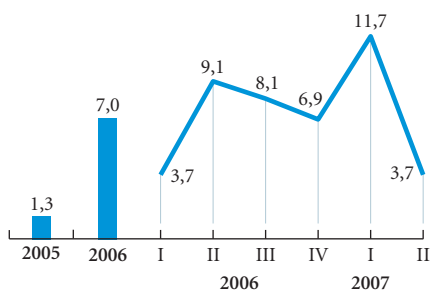
Consum privat



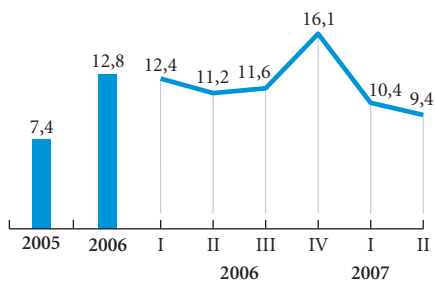
Consum públic



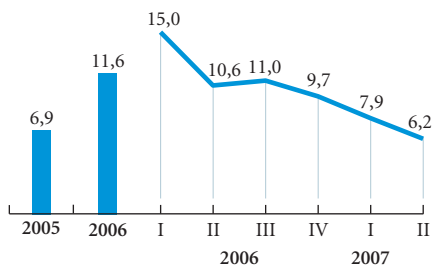
Formació bruta de capital fix



Exportacions de béns i serveis



Importacions de béns i serveis



FONTS: Oficina Federal d'Estadístiques i elaboració pròpia.

en la zona del 5% interanual. De tota manera, l'important rebot de les comandes industrials experimentat al maig i al juny confirma que les perspectives del sector secundari són raonablement positives.

En definitiva, la situació actual i les expectatives econòmiques d'Alemanya són raonablement positives. Tot i que el màxim de l'actual cicle queda enrere, el trànsit cap a una cota de menor activitat és

progressiu i roman ben ancorat en la confiança dels agents. Pot servir de senyal de síntesi de tot el que s'ha dit fins ara l'evolució de l'indicador IFO d'activitat empresarial. Després d'anotar els màxims des de l'època de la reunificació en la primera part de l'any, en els mesos de juny i juliol ha experimentat una certa correcció a la baixa. No obstant això, la suavitat del procés ens hauria de recordar que Alemanya continua marxant a un bon ritme.

**...però el recorregut a la baixa no prosseguirà amb la mateixa intensitat.**

**La confiança empresarial, tot i una certa correcció, es manté alta.**

Una apreciació reforçada per la recent notícia que el gegant econòmic europeu va anotar, en el primer semestre de l'any, el primer superàvit públic des de l'època de la reunificació.

Els últims indicadors mensuals no ajuden a aclarir les incògnites sobre si aquesta fase decebedora del cicle finalitzarà aviat. Pel que fa a la demanda, les dades de tipus quantitatiu, com el consum de les famílies o les vendes d'automòbils, evidencien que, entre el segon i el tercer trimestres, el pols del consum privat es manté. En canvi, els indicadors de confiança del consumidor registren una tendència a empitjorar al juny i al juliol, situació que enfosqueix les perspectives d'una recuperació apreciable de la despesa de les llars. Des de l'òptica de l'oferta, en canvi, la situació és diferent, ja que el seu indicador principal, la producció industrial, es va enfonsar al juny amb un descens interanual del 0,8%, mentre que la confiança del sector va remuntar tant al juny com al juliol.

**Decebedor creixement gal en el segon trimestre, amb prou feines l'1,3%.**

### **França: patacada en el segon trimestre**

França no acaba d'encarar la via de la recuperació. El creixement del PIB en el segon trimestre va ser amb prou feines de l'1,3% interanual, sensiblement inferior al que s'esperava i el pitjor registre des del quart trimestre del 2005. Aquesta intensa desacceleració, que ve d'un creixement de l'1,9% interanual en el primer trimestre, ha estat deguda, principalment, al notable deteriorament de la inversió (que va passar del 5,0% interanual del primer trimestre al 3,2% del segon) i al drenatge que va exercir l'acumulació d'existències, el qual va restar mig punt percentual a la variació del PIB. En canvi, tant el consum privat com el públic van mantenir un ritme d'avanç que vorejava l'1,8% interanual, similar a l'experimentat en el període gener-març. Per la seva banda, el sector exterior va moderar l'aportació negativa a la meitat en relació amb el primer trimestre i la va situar en tres dècimes percentuals negatives.

Més clara és la interpretació de l'evolució dels preus i de l'atur. En els dos fronts, l'economia gal·la exhibeix una tendència positiva. En matèria d'inflació, cal destacar que l'IPC amb prou feines creixia l'1,1% interanual al juliol, lleugerament per sota de l'1,2% del juny. Igualment, altres preus rellevants, com els de producció, també tendeixen a flexionar a la baixa. Pel que fa a la taxa d'atur, es va situar al juny en el 8,0% de la població activa i ha acumulat una disminució d'un punt percentual en un any.

**Els indicadors del tercer trimestre amb prou feines esvaeixen els dubtes sobre les possibilitats econòmiques de França.**

## **FRANÇA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS**

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	1,7	2,2	2,7	2,1	2,1	1,9	-	1,3	-	-
Consum de les llars	3,2	2,7	3,0	3,0	2,8	3,5	3,2	1,9	3,1	...
Producció industrial	0,2	1,0	1,8	0,7	0,7	0,9	1,3	-0,4	-0,8	...
Taxa d'atur (*)	9,8	9,0	9,1	8,8	8,6	8,4	8,2	8,1	8,0	...
Preus de consum	1,7	1,7	1,9	1,7	1,3	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1
Balança comercial (**)	-1,3	-2,1	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	...

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

(\*\*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.



## Itàlia: reforma modesta, però meritòria, de les pensions

L'economia italiana continua transitant pels camins habituals dels últims temps: la conjuntura manté un to discret, però no deprimit, mentre que el govern de Prodi intenta aprofitar l'escàs marge de manobra política de què disposa per impulsar alguns projectes de reforma que no afectin substancialment els equilibris nacionals.

Entrant en la primera d'aquestes qüestions, les dades preliminars del PIB del segon trimestre han confirmat que Itàlia transita per la mateixa via de desacceleració que la resta de grans economies de la zona de l'euro. Després de créixer el 2,3% interanual en el tres primers mesos de l'any, el ritme d'activitat va decaure l'1,8% en el segon trimestre. Tot i no disposar del detall per components, els responsables d'aquesta pèrdua de ritme haurien de ser, pel que fa a la demanda, el consum privat i, pel que fa a l'oferta, la indústria.

Així, els indicadors de la despesa de les famílies (confiança del consumidor, vendes al detall) han empitjorat en el segon trimestre, i això que es partia de nivells relativament baixos. Igualment, la producció industrial ha afluixat en el segon trimestre

en relació amb el trimestre precedent. En aquest context, l'únic alleujament prové del manteniment del ritme de creixement de la inflació en nivells reduïts (1,6% interanual al juliol) i d'una tendència de descens de l'atur positiva, que ha dut la taxa d'atur a situar-se en el 6,2% de la població activa en el primer trimestre, dues dècimes menys que la registrada en el quart trimestre del 2006.

Atesa aquesta conjuntura, i tenint en compte la fragilitat de la coalició governamental transalpina, els intents de l'executiu que lidera Romano Prodi de millorar algunes de les deficiències estructurals del país no deixen de tenir força mèrit. Malgrat que ha estat considerat insuficient, un recent acord entre el govern i els sindicats obre la porta a la reforma de les pensions. Aquest compromís estableix la progressiva ampliació de l'edat de jubilació i dels anys mínims de cotització. Si es compleix la lletra de l'acord, el 2013 l'edat mínima de jubilació serà de 61 anys, enfront dels 57 actuals, i els anys cotitzats, 36 (35 en l'actualitat).

## Regne Unit: la inflació es calma

La imatge d'una economia reescalfada i en una via perillosa ha remès parcialment

**A Itàlia, el PIB avança l'1,8% en el segon trimestre, enfront del 2,3% anterior, arran de la falta de ritme de la demanda interna.**

**Modesta reforma de les pensions, que té més valor per l'entorn polític en què es realitza que pel seu abast.**

### ITÀLIA: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	0,2	1,9	1,6	1,6	2,8	2,3	-	1,8	-	-
Vendes al detall	0,4	1,2	1,8	1,6	1,0	1,0	-0,4	0,2	...	...
Producció industrial	-0,8	2,6	1,9	1,8	3,7	1,1	1,0	1,1	0,1	...
Taxa d'atur (*)	7,7	6,8	6,9	6,6	6,4	6,2	-	...	-	-
Preus de consum	1,9	2,1	2,2	2,2	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6
Balança comercial (**)	8,2	7,0	10,9	7,8	10,8	15,7	-17,3	-16,3	...	...

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

(\*\*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions d'euros.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

**La inflació britànica, en l'1,9% al juliol, pot estar indicant un cert refredament econòmic...**

**...però la consolidació d'aquesta tònica necessitarà un cert temps.**

en els mesos d'estiu. La dada que ha confirmat aquesta percepció ha estat la inflació, que, després de mostrar-se molt amenaçant en els mesos anteriors, va oferir un excel·lent registre al juliol en situar-se en l'1,9% interanual (2,4% al juny). Malgrat que l'últim informe trimestral sobre inflació del Banc d'Anglaterra ofereix un escenari de preus encara per damunt de l'objectiu del 2% –la qual cosa, al seu torn, ha despertat les expectatives d'algun moviment alcista addicional del tipus d'interès–, les previsions dels analistes consideren que el pitjor del tensionament inflacionista ha quedat enrere.

No obstant això, la composició del creixement del segon trimestre, que va sorprendre per la seva fortalesa en mantenir-se en el 3,0% interanual, ens recorda els elements centrals als quals caldrà parar esment a la tardor. El primer, el persistent dinamisme del consum privat. Així, en el segon trimestre, aquest component va avançar el 2,6% interanual, un

ritme similar a l'exhibit en el primer trimestre. En aquest sentit, la xifra de vendes al detall del juliol, que mostra una acceleració de set dècimes percentuals en relació amb la del mes de juny, fins al 4,4%, confirma aquesta tendència. Certament, mentre no es refredi l'exuberant mercat laboral (capaç de presentar una taxa d'atur tan reduïda com el 2,6% del juliol), el suport de fons del consum continuarà essent fort.

Un altre element que caldrà vigilar serà l'abast de la desacceleració de la inversió. Durant el segon trimestre, la formació bruta de capital fix va cedir fins a l'1,7% interanual, enfront del 6,2% anterior. De nou, els indicadors del tercer trimestre, certament encara escassos, evidencien que la tendència no es corregirà immediatament, situació que reflecteix probablement els efectes del tensionament monetari britànic sobre les condicions de finançament empresarial.

## LA INFLACIÓ BRITÀNICA S'ALLUNYA DELS MÀXIMS

Variació interanual de l'índex de preus de consum



FONTS: Oficina Nacional d'Estadístiques i elaboració pròpia.

## REGNE UNIT: PRINCIPALS INDICADORS ECONÒMICS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
PIB	1,8	2,8	2,8	3,0	3,1	3,0	–	3,0	–	–
Vendes al detall	1,9	3,2	3,4	3,8	3,8	4,5	4,3	4,0	3,7	4,4
Producció industrial	–2,0	0,0	–0,5	0,5	0,9	–0,1	0,3	0,6	0,8	...
Taxa d'atur (*)	2,7	2,9	2,9	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6
Preus de consum	2,0	2,3	2,2	2,4	2,7	2,9	2,8	2,5	2,4	1,9
Balança comercial (**)	–64,9	–78,5	–77,5	–81,6	–83,1	–83,5	–83,7	–81,1	–80,6	...
Tipus d'interès Líbor 3 mesos	4,6	5,1	4,6	4,8	5,1	5,3	5,6	5,7	5,8	6,0
Tipus de canvi efectiu nominal de l'euro	99,5	102,7	97,4	100,0	102,7	103,9	104,0	103,9	103,6	104,3

NOTES: (\*) Percentatge sobre població activa.

(\*\*) Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de lliures esterlines.

FONTS: OCDE, organismes nacionals d'estadística i elaboració pròpia.

## Política mediambiental per al canvi climàtic: voler és poder?

És utòpic pretendre reduir les emissions globals de CO<sub>2</sub>? La «tragèdia dels béns comuns» –tal com l'economista britànic William Forster Lloyd va anomenar els problemes similars a l'escalfament global i a les emissions de gasos d'efecte hivernacle (GEH)– i les condicions per resoldre-la amb el menor cost possible es coneixen des de fa temps. No obstant això, la ratificació del Protocol de Kyoto ha estat un procés ardu, que ha deixat en el camí els Estats Units i Austràlia i que ha comportat fer importants concessions a altres països reticents. Són molts els qui pensen que és molt improbable que, en un futur proper, es pugui arribar a un acord a nivell mundial. Quines són les causes d'aquest pessimisme? Per què, si la teoria és relativament clara, la solució es veu tan lluny?

Un primer problema és la gran incertesa sobre el nivell d'emissions socialment òptim. En efecte, si poguéssim determinar amb certesa el nivell d'emissions que més ens convé, tant un impost sobre les emissions de GHE com un sistema de quotes d'emissió que es poguessin comerciar aconseguirien reconduir el comportament dels agents contaminants fins a dur-los al nivell òptim. Els dos mecanismes són els menys costosos, ja que permeten que el cost de reduir les emissions en una unitat addicional s'iguali en totes les empreses i reflecteixi el cost incremental que la societat està disposada a assumir després de tenir en compte els beneficis derivats de la reducció.

En qualsevol estudi sobre canvi climàtic, però, és recurrent la incertesa sobre el benefici i els costos associats a la reducció de les emissions i, per tant, sobre el nivell que seria òptim per al planeta. No obstant això, els estudis realitzats fins ara ens permeten estar relativament segurs sobre dos punts. Se sap que els efectes del canvi climàtic depenen de l'estoc acumulat d'emissions al llarg del temps i que els GEH emesos durant un any representen una part molt petita d'aquest estoc. Així, doncs, els beneficis de reduir les emissions, tot i que sigui de manera dràstica, durant un període curt de temps serien mínims. Com, en canvi, el cost de reduir les emissions en una unitat addicional creix a mesura que avancem en el procés de reducció –reduir les emissions de 100 a 99 costa molt menys que reduir-les de 80 a 79–, exigir una forta reducció de les emissions en poc temps pot resultar molt més costós i, per irrealista, no sostenible que pecar del que, inicialment, podria semblar una falta d'ambició i començar amb reduccions modestes però sostingudes en el temps.

En aquest sentit, el control de les emissions a través d'impostos és preferible al sistema de quotes, ja que minimitza el risc d'incórrer en grans costos si es falla en les prediccions. L'impost fixa de forma efectiva un màxim per al cost unitari de reduir-les, quelcom que no passa amb un sistema de quotes. En aquest sistema, un cop concedits els permisos d'emissió, la quantitat queda fixada sigui quin sigui el cost que això tingui per a la societat.

No obstant això, el de l'eficiència no és l'únic criteri que ha de satisfer un mecanisme per ser efectiu. Un repte molt més difícil és el plantejat per tots els problemes d'incentius que sorgeixen en intentar implantar-lo a escala global. El primer problema és aconseguir que tots els països participin i evitar així que l'esforç d'uns sigui desaprofitat per l'oportunisme dels altres. A priori, els països en vies de desenvolupament i els productors de combustibles fòssils poden ser els més reticents. Els primers, perquè, a més de no ser els causants del problema –tot i que les dades mostren que seran responsables d'una gran part de l'estoc futur de GEH–, difícilment es poden permetre l'esforç. Els segons, perquè l'èxit en la reducció d'emissions representa la pèrdua d'una important font d'ingressos. Transferir-los grans sumes de diners pot no resultar atractiu, però és l'única manera d'estimular-los perquè participin. Per aquest motiu, un sistema de quotes pot resultar molt més fàcil d'implantar políticament, ja que les transferències es realitzarien d'una manera indirecta, amb l'assignació de permisos de més, que podrien ser venuts. Per incrementar la participació i reduir les compensacions, alguns analistes han suggerit fixar objectius moderats a curt termini que s'incrementin notablement amb el temps i definir uns criteris d'elegibilitat, en funció del nivell de renda, per anar incorporant a l'acord els països en vies de desenvolupament.

L'altre problema que sorgeix és degut al fet que els països tenen forts incentius per incomplir qualsevol acord que en limiti les emissions, ja que, des del punt de vista individual, això té conseqüències insignificants sobre l'objectiu global si la resta de països no vulneren els acords. No és fàcil detectar, i ja no diguem sancionar, l'incompliment de les obligacions d'un país sobirà.

Un cop exposats els principals criteris que cal satisfer, la pregunta és si el Protocol de Kyoto ho aconsegueix. El Protocol recull, en certa manera, totes les idees exposades més amunt, però ho fa d'una forma potser inadequada. La fixació de les emissions de l'any 1990 com a base per calcular les reduccions necessàries és arbitrària i ignora l'evolució del creixement econòmic dels països de llavors ençà. Els països que han crescut notablement, com Espanya, s'enfronten a reduccions molt més grans que les que s'esperaven en el moment de firmar el Protocol. En canvi, els països que han crescut menys (o que han decrescut, com, per exemple, Rússia) disposaran de permisos sobrants que podran vendre sense haver hagut d'invertir gens en reduir les emissions. D'altra banda, els mecanismes de sanció en cas de frau no tenen una força dissuasiva real i l'evolució en el temps dels compromisos de reducció s'ha deixat en suspens.

Tot plegat fa que el Protocol, en la seva forma actual, no solucioni adequadament els problemes d'incentius que es generen. És més, la negativa dels Estats Units a unir-se a l'acord implica que els permisos dels quals disposa Rússia siguin suficients per compensar l'esforç reductor de la resta de firmants. De tota manera, el Protocol de Kyoto no és lluny de l'anhelat mecanisme «ideal». Això sí, necessita uns retocs. Afortunadament, sembla que els participants a la cimera de Heiligendamm ho tenen present.

# MERCATS FINANCERS

## Mercats monetaris i de capital

### La crisi hipotecària *subprime* als Estats Units centra totes les mirades

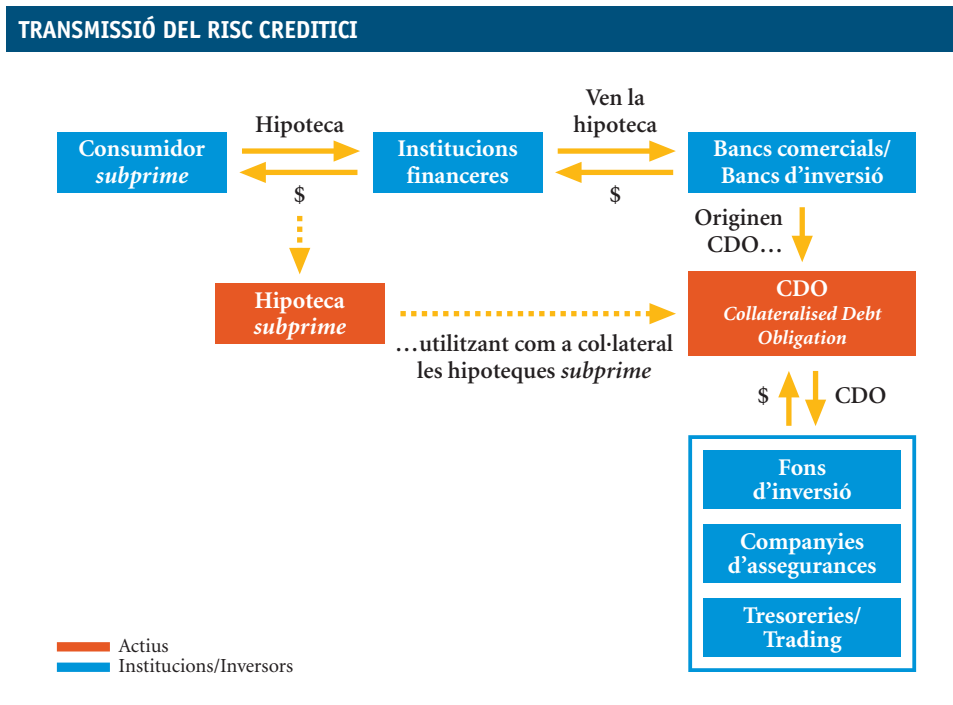
L'agost del 2007 passarà a la història financera per la crisi del mercat nord-americà d'hipoteques de baixa qualitat creditícia (*subprime*). En què consisteix aquest actiu? Quin ha estat el procés de contagi? Les *subprime* són una classe d'hipoteques concedides a clients amb menys solvència i que, per tant, presenten més risc d'impagament que els clients «normals». Aquestes hipoteques són qualificades així quan són concedides a persones amb un historial de crèdit problemàtic, o que no aporten tota la documentació necessària (proves sobre les fonts d'ingressos, per exemple), o en casos en què la quantia de la hipoteca representa un percentatge

molt alt del preu de l'habitatge finançat (més del 85%), o quan el pagament representa més del 55% dels ingressos disponibles, etc. En ser més arriscades, les *subprime* solen dur aparellat un tipus d'interès més alt. Normalment, els clients solen pagar un diferencial entre el 2% i el 3% superior al d'una hipoteca estàndard o *prime*.

Actualment, el mercat hipotecari dels Estats Units és d'uns 10 bilions de dòlars, dels quals les hipoteques *subprime* representen el 13% del total del mercat hipotecari i el 9% del producte interior brut (PIB) nominal dels Estats Units. A priori, no sembla que la seva importància econòmica pugui fer perillar la liquiditat del sistema bancari dels Estats Units. No obstant

**A l'agost ha explotat la crisi hipotecària *subprime* als Estats Units.**

**Les hipoteques d'alt risc representen el 13% del mercat hipotecari nord-americà.**



FONT: Elaboració pròpia.

**A través de les titulitzacions, el risc d'aquests productes és transferit als inversors institucionals.**

**Dos factors són clau en el procés de contagi: l'alta liquiditat i el palanquejament financer.**

**L'augment dels tipus d'interès hipotecaris, la recessió de l'immobiliari i el relaxament dels estàndards de concessió de crèdit són els factors subjacents a l'augment de la morositat hipotecària.**

això, dos elements han potenciat els efectes nocius de l'augment de la morositat d'aquest actiu. Però, abans d'explicar el contagi, cal esbrinar qui té aquests actius en les seves carteres d'inversió.

La majoria d'aquests préstecs hipotecaris *subprime* són atorgats per entitats financeres no prenedores de dipòsits que estan subjectes a menys exigències reguladores i de supervisió, en comparació amb la resta de bancs i d'entitats de dipòsit. Quan el client utilitza el préstec per adquirir l'habitatge, el deute queda anotat en el balanç de les entitats que han concedit el préstec. Però aquestes entitats, per dinamitzar la seva activitat, es desprenen d'aquestes hipoteques i les venen a bancs comercials o a bancs d'inversió.

Aquests nous tenidors, al seu torn, «empaqueten» les hipoteques en blocs i emeten bons de titulització de deute (els CDO, acrònim de *Collateralised Debt Obligation*), que utilitzen les hipoteques *subprime* com a garantia o col·lateral. És a dir, es genera un nou actiu més fàcilment negociable als mercats a partir de les hipoteques *subprime*, i aquest bo és el que manté el risc de l'operació. A mesura que els propietaris de les hipoteques van pagant mensualment el deute, amb aquests diners es paga als qui han comprat aquests bons. Els adquirents de CDO són, normalment, fons d'inversió, companyies d'assegurances, tresorereries, *traders*, etc., els quals obtenen amb aquests títols uns rendiments superiors a la mitjana del mercat, per bé que, lògicament, incorren en un risc superior. Aquest nou producte se segmenta segons el risc creditici assumit i li és assignada una qualificació o *rating* creditici per part de les agències de *rating*. Quin risc de crèdit assumeix el comprador d'aquest producte? Molt senzill: la garantia del producte és, al final, la hipoteca *subprime*. Si el client deixa de pagar la hipoteca, les pèrdues es traslladen al tenidor del préstec o

al bonista que hi ha al final de la cadena de risc. En definitiva, a través de la titulització, les hipoteques *subprime* han estat retirades del passiu del balanç de l'entitat concessionària i han estat transferides als clients institucionals esmentats (fons d'inversió, tresorereries, companyies d'assegurances, etc.).

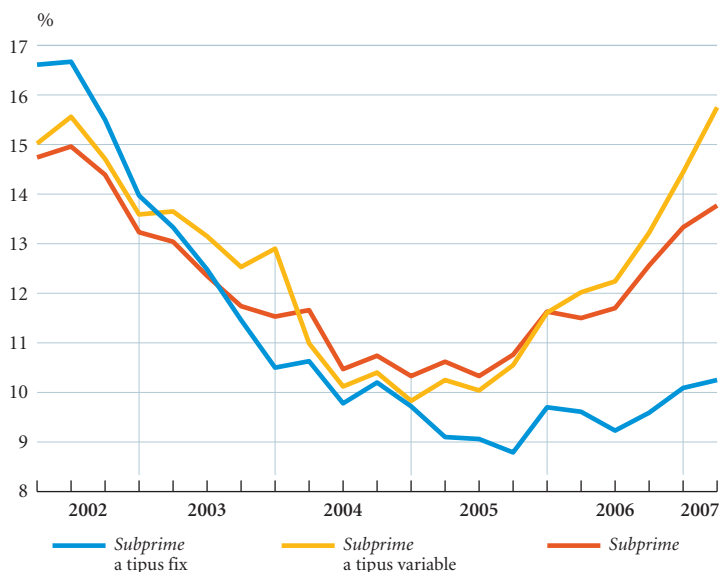
Llavors, si la quantitat d'hipoteques *subprime* representa un percentatge petit i el risc està atomitzat, és a dir, distribuït finalment entre els agents del mercat, com s'explica que la crisi contagiï la resta d'actius? Com hem avançat més amunt, els factors clau han estat dos: l'alta liquiditat i el palanquejament financer. D'uns quants anys ençà, el sistema financer global està immers en un mar de liquiditat, a conseqüència de diversos factors (polítiques monetàries expansives, baixa inflació, desenvolupament de noves tecnologies per a la gestió del risc, etc.). Per corregir aquesta situació, els bancs centrals de les principals economies han entrat en una fase de pujades dels tipus d'interès, atès el temor a l'existència d'una bombolla especulativa vinculada als actius immobiliaris i a les primeres matèries.

Diverses circumstàncies s'han aliat per generar la crisi financera de les *subprime* als Estats Units. En primer lloc, el fort augment dels tipus d'interès hipotecaris (uns 200 punts bàsics en 2 anys). A més a més, el sector immobiliari va entrar en recessió al gener del 2006, amb caiguda del nombre d'habitatges venuts i descens de preus. Addicionalment, s'ha produït una lleugera desacceleració econòmica i, finalment, un relaxament dels estàndards de concessió de crèdit hipotecari *subprime*, sobretot el 2005 i el 2006. Aquests elements han esperonat l'augment de la morositat hipotecària.

Els clients institucionals (sobretot els fons d'inversió lliures o *hedge funds*) que in-

## ELS CONSUMIDORS NO PODEN AFRONTAR EL PAGAMENT DE LES HIPOTEQUES D'ALT RISC

Morositat en relació amb el total de crèdit concedit



FONTS: Mortgage Bankers Association i elaboració pròpia.

vertien en aquest tipus de productes, aprofitant l'oportunitat de finançar-se molt barat per la seva alta liquiditat i la possibilitat d'utilitzar el *carry trade* (operacions d'endeutament en divises de baixos tipus d'interès i inversió en actius denominats en monedes d'alt rendiment), el van combinar amb un alt palanquejament per potenciar la rendibilitat. És a dir, els fons manllevaven utilitzant com a col·lateral els actius del fons per poder augmentar les inversions en els mateixos actius a través de complexos derivats. Per tant, intensificaven la concentració de riscos, en utilitzar els diners del fons per comprar bons que tenen com a col·lateral les hipoteques d'alt risc, i s'endeutaven per comprar més bons d'aquest tipus.

### Els efectes de la crisi als mercats de capitals

Els bons hipotecaris *subprime* no cotitzen al mercat organitzat. A causa de l'absèn-

cia de cotitzacions reals diàries, per valorar-los, mensualment, se solen utilitzar models matemàtics sofisticats. No obstant això, l'augment de la morositat hipotecària va obligar a reconèixer que alguns dels productes financers no podrien recuperar el capital invertit.

Aquesta incertesa sobre el valor real d'aquests actius i sobre la viabilitat financera de les entitats que concedien aquestes hipoteques va desencadenar la desconfiança dels bancs, que van optar per no prestar diners en el mercat interbancari a aquestes entitats. Això va dur a un augment dels tipus d'interès del mercat interbancari en determinats trams, com es posa de manifest al quadre adjunt.

L'augment de la morositat i la impossibilitat d'obtenir finançament han comportat la fallida de nombroses entitats financeres que cobrien el segment hipotecari *subprime*. Però la crisi no es limita als Estats Units. La difusió d'aquest negoci –la

**La incertesa sobre el valor d'aquests actius dispara totes les alarmes.**

**Tots els inversors institucionals pateixen les conseqüències del deteriorament creditici de les hipoteques d'alt risc.**

## TIPUS D'INTERÈS A CURT TERMINI ALS MERCATS NACIONALS

Mitjanes mensuals, en percentatge anual

	Zona de l'euro		Estats Units		Japó	Regne Unit		Suïssa	
	Subhastes BCE (2)	Euríbor (5)		Nivell objectiu de Reserva Federal (3)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)	Tipus d'intervenció Banc d'Anglaterra (4)	Tres mesos (5)	Tres mesos (5)
		Tres mesos	Un any						
<b>2006</b>									
Agost	2,98	3,23	3,62	5,25	5,42	0,44	4,73	4,94	1,61
Setembre	3,03	3,34	3,72	5,25	5,38	0,44	4,75	5,03	1,74
Octubre	3,23	3,50	3,80	5,25	5,37	0,44	4,75	5,13	1,85
Novembre	3,31	3,60	3,86	5,25	5,37	0,48	4,93	5,23	1,90
Desembre	3,50	3,68	3,92	5,25	5,36	0,53	5,00	5,29	2,02
<b>2007</b>									
Gener	3,56	3,75	4,06	5,25	5,36	0,55	5,16	5,49	2,15
Febrer	3,55	3,82	4,09	5,25	5,36	0,57	5,25	5,57	2,21
Març	3,75	3,89	4,11	5,25	5,35	0,67	5,25	5,55	2,26
Abril	3,81	3,98	4,25	5,25	5,35	0,65	5,25	5,65	2,32
Maig	3,82	4,07	4,37	5,25	5,36	0,66	5,42	5,77	2,41
Juny	4,06	4,16	4,50	5,25	5,36	0,70	5,50	5,89	2,54
Juliol	4,05	4,26	4,54	5,25	5,36	0,78	5,75	6,04	2,63
Agost (1)	4,08	4,73	4,76	5,25	5,51	0,99	5,75	6,61	2,84

NOTES: (1) Dia 27.

(2) Tipus d'interès marginal. Últimes dates de variació del tipus mínim: 8-6-06 (2,75%), 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%), 7-12-06 (3,50%), 8-3-07 (3,75%), 6-6-07 (4,00%).

(3) Últimes dates de variació: 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%), 1-11-05 (4,00%), 13-12-05 (4,25%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%).

(4) Últimes dates de variació: 6-5-04 (4,25%), 10-6-04 (4,50%), 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%), 3-8-06 (4,75%), 9-11-06 (5,00%), 11-1-07 (5,25%), 10-5-07 (5,50%).

(5) Tipus d'interès interbancari.

FONTS: Bancs centrals nacionals, Bloomberg i elaboració pròpia.

### Els inversors redueixen els seus actius de més risc i compren bons públics en una fugida cap a la qualitat.

compra de bons de titulització hipotecària— va molt més enllà del mercat nord-americà. Dos bancs alemanys, l'IKB i el banc regional Sachsen LB, van haver de ser rescatats per les pèrdues generades per aquestes operacions. Diverses entitats, davant la impossibilitat de calcular un valor liquidatiu dels seus fons d'inversió, han tancat temporalment aquests instruments d'estalvi. Per exemple, BNP-Paribas va tancar tres fons d'inversió i Goldman Sachs va liderar el rescat d'un dels seus fons invertint directament 3.000 milions de dòlars. Un altre banc d'inversions, Bear Stearns, va tancar dos *hedge funds* amb pèrdues de 20.000 milions de dòlars i va advertir als participants que s'havia perdut tot. I la llista continua, per bé que ningú

no sap amb exactitud l'abast del problema, i fins d'aquí a uns mesos no serà possible tenir informació més fidedigna.

La iliquiditat del mercat també va impactar en els mercats de col·locació de bons. Així, es va ajornar la col·locació de 12.000 milions de dòlars en bons per finançar la venda de Chrysler. Altres operacions de finançament per a l'adquisició d'empreses es van diferir o es van suspendre davant l'absència d'inversors interessats en adquirir bons o préstecs que servien per finançar compres d'empreses amb gran palanquejament.

Els efectes sobre els preus dels actius no es van fer esperar. Els inversors es van afa-



## LA FUGIDA CAP A LA QUALITAT FRENA LA PUJADA DELS TIPUS A LLARG TERMINI

Evolució de la rendibilitat del deute públic a 10 anys el 2007



FONT: Bloomberg.

nyar a vendre els actius que representaven més risc i a refugiar-se en el deute públic. Aquesta fugida cap a la qualitat ha motivat sensibles descensos dels rendiments del deute públic. Els moviments en les corbes de tipus d'interès han estat intensos: als Estats Units, el bo a 2 anys va passar a cotitzar el 3,99% des del 4,80% i el tipus d'interès de la lletra a un mes es va enfonsar des del 5,0% fins a cotitzar el 2,1%. Les corbes de tipus d'interès del deute públic es van desplaçar cap avall.

D'altra banda, les companyies que es finançaven al mercat de renda fixa mitjançant l'emissió de pagarés i altres instruments s'han vist obligades a pagar primes de risc superiors, fins al punt de cancel·lar moltes emissions, i les empreses han optat per utilitzar les línies de crèdit obertes amb els seus bancs. S'han ampliat de manera significativa les primes de risc dels bons de baixa qualitat creditícia i també dels bons dels països emergents, tot i que amb menys intensitat. S'han venut les divises amb què s'havien finançat

els inversors internacionals, situació que ha provocat moviments intensos del dòlar de Nova Zelanda i del ien japonès.

Els dies 9 i 10 d'agost, la crisi es va traslladar a totes les borses del món, que van caure amb força. Les principals borses mundials van patir reculades que van arribar a un rang situat entre el 3,2% i el 9,1%, tot i que, al final del mes, s'ha produït una lleugera recuperació. També s'ha registrat un fort augment de la volatilitat a les borses: els moviments no solament han estat intensos, sinó que, a més a més, en una mateixa sessió les oscil·lacions eren molt brusques, és a dir, la borsa iniciava la sessió amb una forta caiguda i l'acabava amb una forta alça o a l'inrevés. En realitat, és interessant destacar que aquest augment de la volatilitat és el reflex d'un augment del preu del risc. Es pot comprovar perfectament la revisió de preus dels actius viscuda durant el mes d'agost simplement observant el fort augment de la volatilitat de les borses.

**Les companyies tenen més complicat finançar-se al mercat secundari de renda fixa.**

**Les borses internacionals reculen entre el 3% i el 9%, amb un fort augment de la volatilitat.**

## TIPUS DE CANVI DE LES PRINCIPALS MONEDES

27-08-2007

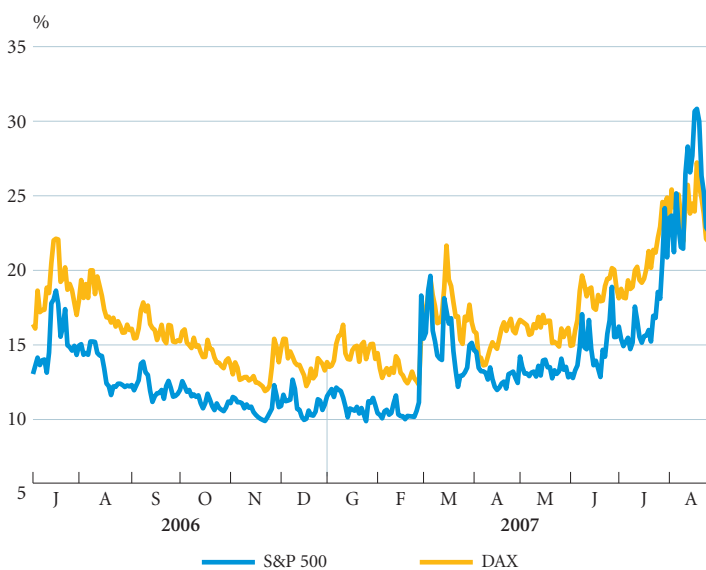
	Tipus de canvi	% variació (*)		
		Mensual	s/desembre 2006	Anual
<b>Enfront del dòlar dels Estats Units</b>				
Ien japonès	116,2	-2,1	-2,4	-0,8
Lliura esterlina	0,496	0,5	-2,8	-6,1
Franc suís	1,204	-0,4	-1,3	-2,8
Dòlar canadenc	1,048	-1,5	-11,2	-6,1
Pes mexicà	11,006	-0,1	1,7	1,2
<b>Enfront de l'euro</b>				
Dòlar dels EUA	1,366	0,2	3,5	6,9
Ien japonès	158,8	-1,8	1,1	6,0
Franc suís	1,644	-0,2	2,2	4,0
Lliura esterlina	0,678	0,6	0,6	0,4
Corona sueca	9,364	1,8	3,6	1,1
Corona danesa	7,442	0,0	-0,2	-0,2
Zloty polonès	3,825	0,5	-0,2	-3,2
Corona txeca	27,79	-0,8	1,1	-1,4
Forint hongarès	256,0	1,8	1,9	-7,5

NOTA: (\*) Un signe positiu indica una apreciació del dòlar (primer grup) o de l'euro (segon grup).

FONTS: Bloomberg.

## EL PREU DEL RISC, PELS NÚVOLS...

Volatilitat de la borsa alemanya i dels Estats Units



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

## ÍNDIXS DE LES PRINCIPALS BORSES MUNDIALS

27-08-2007

	Índex (*)	% variació mensual	% variació acumulada	% variació anual
Nova York				
<i>Dow Jones</i>	13.378,9	0,9	7,3	18,6
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.479,4	1,4	4,3	14,2
<i>Nasdaq</i>	2.576,7	0,6	6,7	20,4
Tòquio	16.301,4	-5,7	-5,4	2,3
Londres	6.220,1	0,1	0,0	5,8
Zona de l'euro	4.257,3	0,3	3,3	12,6
<i>Frankfurt</i>	7.524,5	1,0	14,1	29,5
<i>París</i>	5.613,8	-0,5	1,3	9,8
<i>Amsterdam</i>	520,6	-1,2	5,1	11,9
<i>Milà</i>	40.023,0	1,1	-3,4	6,1
<i>Madrid</i>	14.352,4	-1,6	1,5	19,2
Zuric	8.824,5	1,4	0,4	8,9
Hong Kong	23.577,7	4,5	18,1	39,1
Buenos Aires	2.081,5	-3,2	-0,4	24,1
São Paulo	52.997,6	0,1	19,2	47,4

NOTA: (\*) Nova York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tòquio: Nikkei 225; Zona de l'euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Frankfurt: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milà: MIBTEL; Madrid: IBEX 35 de les borses espanyoles; Zuric: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FONT: Bloomberg.

### La reacció dels bancs centrals

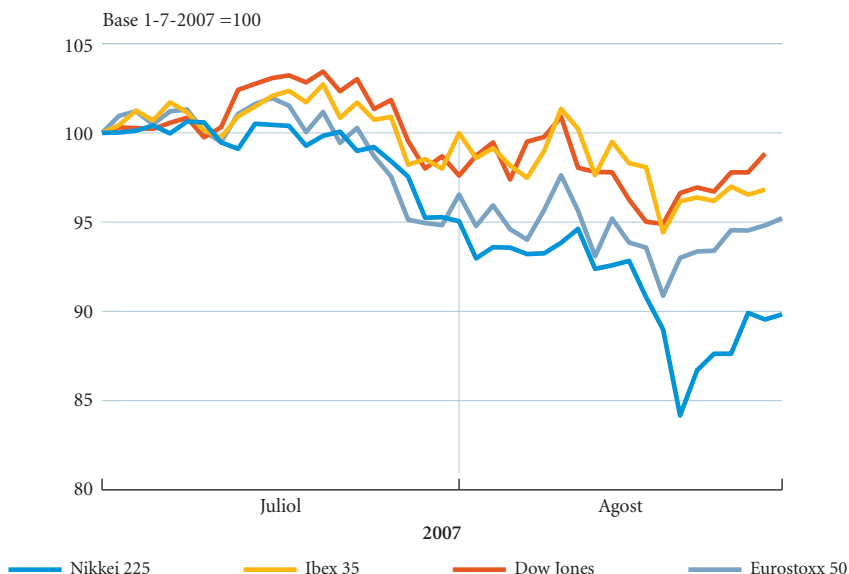
Els bancs centrals, preocupats pel risc sistèmic, han intervingut de forma extraordinària injectant fons per pal·liar les tensions de liquiditat als mercats monetaris. Així, el 9 d'agost, el Banc Central Europeu (BCE) va injectar 94.800 milions d'euros en subhasta decennal, però el 22 d'agost va detectar que hi havia una gran tensió de liquiditat en el tram d'interès de tres mesos i va injectar 40.000 milions d'euros a tres mesos en el mercat monetari. En total, els bancs centrals dels Estats Units, Europa i el Japó van injectar 350.000 milions de dòlars per alleujar les tensions en el mercat interbancari.

Després d'una contundent caiguda de la borsa japonesa el 17 d'agost, superior al 5%, i quan les borses europees mante-

nien forts descensos, la Reserva Federal va abaixar el tipus de descompte del 6,25% al 5,75%, però va mantenir el tipus federal (tipus oficial als Estats Units), és a dir, va retallar el preu del diner als bancs que utilitzen aquest tipus per descomptar actius amb el banc central. Aquest moviment va provocar una remuntada espectacular en l'instant en què es coneixia la notícia a les borses europees i als Estats Units. La Reserva Federal va publicar dos comunicats. En el primer, anunciava la retallada del tipus de descompte advertint que permetia als bancs sol·licitar liquiditat contra lliurament d'actius en un període de fins a 30 dies. A més a més, la Reserva Federal es mostrava disposada a acceptar com a contrapartida de la liquiditat una àmplia gamma d'actius, que inclouen hipoteques immobiliàries i actius relacionats, per ajudar les entitats que te-

**Els bancs centrals, preocupats pel risc sistèmic, injecten liquiditat per evitar un deteriorament més intens dels mercats financers.**

## TURBULENCIES A LES BORSES



FONTS: Bloomberg i elaboració pròpia.

**La Reserva Federal abaixa el tipus de descompte del 6,25% al 5,75%, tot i que, ara com ara, manté el tipus d'interès dels fons federals.**

nen dificultats a l'hora de vendre'ls al mercat interbancari, ja que no troben compradors. En el segon comunicat, afirmava que les condicions dels mercats financers s'havien deteriorat i que la restricció creditícia i l'augment de la incertesa tenen el potencial de reduir el creixement econòmic en els propers trimestres. En abandonar el missatge de la preocupació per la inflació, la Reserva Federal deixava la porta oberta per abaixar els tipus d'interès en la pròxima reunió del 18 de setembre si la situació econòmica ho requerís. L'impacte de totes aquestes mesures va calmar els mercats de capitals, que van consolidar els nivells assolits després de les caigudes.

### Les tres incògnites per als propers mesos

Quines són les perspectives immediates? La primera pregunta és l'impacte en els comptes de resultats de les institucions financeres més exposades al risc *subpri-*

*me*. A més a més, l'aturada patida al mercat primari de capitals representa una pèrdua de negoci per la suspensió de sortides a borsa, col·locació de bons al mercat de renda fixa, operacions de fusions i adquisicions suspeses o diferides en el temps, augment de provisions extraordinàries i necessitat de finançar en el balanç de les entitats actives que no poden ser venuts, amb el consegüent consum de recursos i la menor capacitat de concedir nous préstecs. És important destacar que, si el mercat recupera la confiança i es reconduïx el sentiment de pànic viscut als mercats financers, aquest impacte només significa una petita ensopagada en el negoci bancari. El problema seria el manteniment de la situació durant uns quants mesos, ja que els beneficis empresarials del sector financer representen el 30% del total de beneficis empresarials als Estats Units.

La segona incògnita és l'impacte de l'enduriment de les condicions de crèdit sobre la trajectòria de desacceleració del

consumidor nord-americà. Finalment, les decisions que prendran la Reserva Federal i el BCE en les properes reunions sobre el tipus oficial d'interès continuen essent una incògnita. En el cas dels Estats Units, es perfila més clarament la possibilitat d'una davallada. En el cas del BCE,

s'especula sobre un ajornament de la pujada preanunciada per a la reunió del Consell del setembre. Al final, la mateixa dinàmica del mercat serà decisiva perquè els garants del sistema decideixin sortir amb tot l'equip a apagar el foc.

**L'impacte de la crisi sobre els comptes de resultats dels bancs i el consumidor als Estats Units i els dubtes sobre els propers moviments dels tipus d'interès oficials són les incògnites per als pròxims mesos.**

# CONJUNTURA ESPANYOLA

## Activitat econòmica

**Es manté un dinamisme econòmic molt superior al del conjunt de la zona de l'euro.**

**El sector exterior continua detraient 0,9 punts percentuals al creixement del PIB.**

### La demanda nacional es continua moderant suaument

Les últimes dades de comptabilitat nacional trimestral publicades per l'Institut Nacional d'Estadística, corresponents al segon trimestre del 2007, després d'una revisió de les sèries històriques, confirmen que el màxim cíclic de l'actual fase de creixement ha quedat enrere. No obstant això, es manté un notable dinamisme econòmic, molt superior al del conjunt de la zona de l'euro.

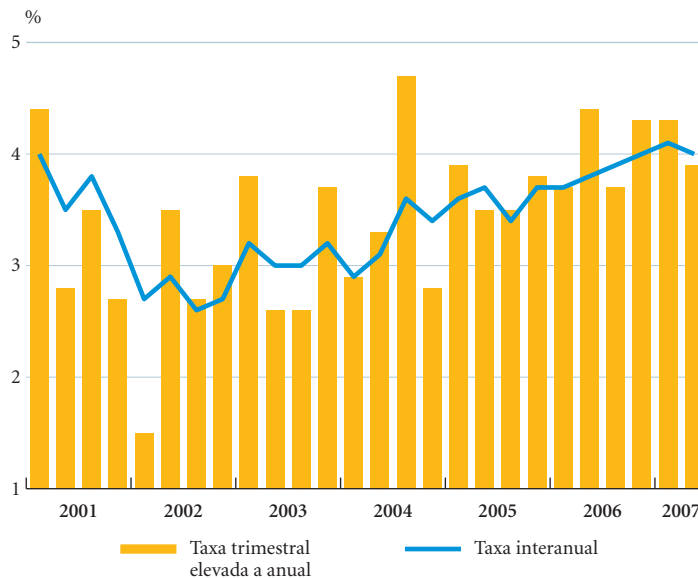
El producte interior brut (PIB) va créixer el 4,0% en el segon trimestre en relació amb el mateix període de l'any anterior, amb prou feines una dècima menys que en el primer trimestre, quan va assolir la

taxa interanual més alta des del 2000. No obstant això, la taxa de creixement intertrimestral ja es desaccelerava suaument des del primer trimestre, després d'un lleuger repunt al final del 2006. La moderació de l'activitat econòmica del segon trimestre ha estat deguda a la demanda nacional, ja que el sector exterior va mantenir la contribució negativa al PIB en 0,9 punts percentuals. L'evolució del sector exterior va ser conseqüència d'una acceleració de les exportacions de béns i serveis i de les importacions.

L'alentiment de la demanda nacional va ser degut a la majoria dels components i va ser més intens en la inversió en construcció. Tant el consum de les llars com el públic es van moderar lleugerament. Sem-

### LLEUGERA DESACCELERACIÓ DEL PRODUCTE INTERIOR BRUT

Variació del PIB

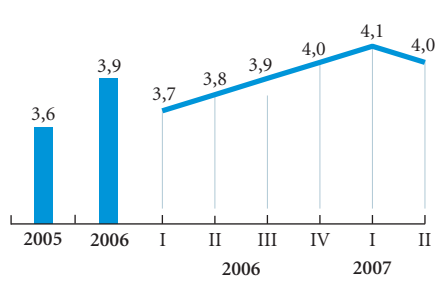


FONTS: INE i elaboració pròpia.

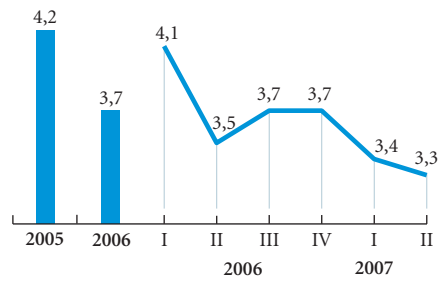
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER COMPONENTS

Percentatge de variació interanual (\*)

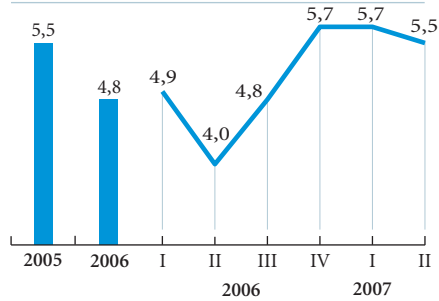
### PIB



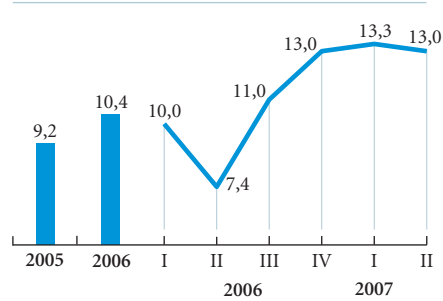
### Consum de les llars



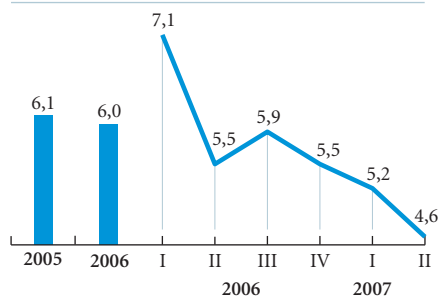
### Consum públic



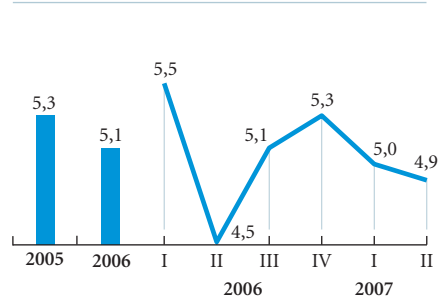
### Inversió en béns d'equipament



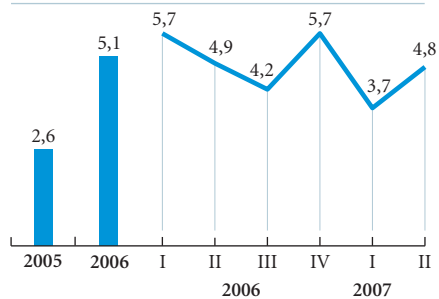
### Inversió en construcció



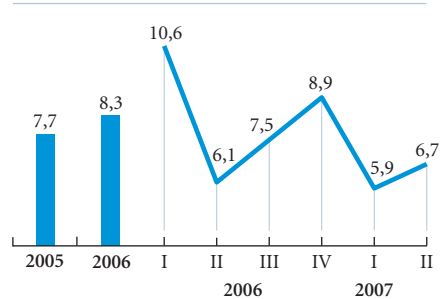
### Demanda nacional (\*\*)



### Exportacions de béns i serveis



### Imports de béns i serveis



NOTES: (\*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.

(\*\*) Contribució al creixement del PIB.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

bla que la pujada dels tipus d'interès de l'últim període comença a afectar l'eco-

nomia de les famílies. En el tercer trimestre possiblement continuarà aquesta evolu-

**Puixança inversora en béns d'equipament.**

## Moderació de la construcció d'habitatges i de l'obra civil.

ció. No obstant això, en tot cas la desacceleració serà probablement suau. De fet, al juliol va millorar una mica la confiança dels consumidors i les vendes d'automòbils van deixar de caure en termes interanuals.

La inversió va mantenir un fort ritme d'avanç interanual del 6,6%. No obstant això, va mostrar una desacceleració en relació amb el primer trimestre a causa de la construcció. La inversió en béns d'equipament va continuar molt dinàmica, amb un augment del 13,0% en relació amb el segon trimestre del 2006. La inversió en construcció va avançar el 4,6%, 6 dècimes menys que en el trimestre precedent. La resta de la inversió, corresponent a despeses en software informàtic, prospeccions mineres i petrolieres, etc., va agafar un cert impuls, per bé que molt inferior al dels béns d'equipament. Sembla que la puixança inversora, basada en la

fortalesa de la demanda i en uns notables resultats empresarials, prosseguirà en el tercer trimestre. Així, al juliol, les matriculacions de vehicles industrials es va recuperar, amb una alça del 4,2% en relació amb el mateix mes de l'any passat.

Des del costat de l'oferta, la majoria de sectors van experimentar un alentiment del ritme de creixement econòmic. Només l'energia i els serveis públics van registrar taxes d'expansió superiors a les del trimestre anterior.

La moderació de la construcció va afectar l'habitatge i l'obra civil, l'evolució de la qual pateix els efectes de la gran embranzida que va tenir lloc anteriorment per les obres que estava previst finalitzar abans de les eleccions municipals i autonòmiques del maig. L'alentiment del sector de l'habitatge, després dels alts ritmes de creixement dels últims anys, segurament es

## INDICADORS DE DEMANDA

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
<b>Consum</b>										
Producció de béns de consum (*)	0,9	2,3	2,2	1,9	4,3	4,8	3,0	2,6	1,8	...
Importació de béns de consum (**)	7,9	8,9	5,9	2,4	7,6	-1,1	10,6	-0,1	7,2	...
Matriculacions d'automòbils	2,1	-0,9	-3,6	-4,1	1,8	-0,7	-6,0	-0,2	-1,8	0,0
Crèdit al consum de béns duradors	15,0	14,5	15,6	13,2	12,0	13,8	-	...	-	-
Indicador de confiança dels consumidors (***)	-10,8	-12,3	-12,7	-13,7	-10,3	-10,7	-12,0	-13,0	-13,0	-11,0
<b>Inversió</b>										
Producció de béns d'equipament (*)	-0,1	8,4	7,6	7,9	11,2	8,9	6,2	4,1	5,7	...
Importació de béns d'equipament (**)	20,4	3,2	-5,0	6,5	3,4	20,1	9,3	17,6	6,2	...
Matriculació de vehicles industrials	13,2	1,5	-0,2	0,5	-1,0	1,7	1,7	-3,4	-4,2	4,2
<b>Comerç exterior (**)</b>										
Importacions no energètiques	6,0	9,0	4,7	8,9	9,3	6,4	13,3	6,8	3,7	...
Exportacions	0,2	5,6	3,7	1,7	4,7	3,0	6,7	0,2	2,0	...

NOTES: (\*) Filtrat de diferències del calendari laboral.

(\*\*) En volum.

(\*\*\*) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.

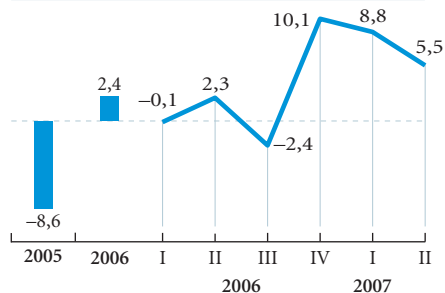
FONTS: ANFAC, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Ministeri d'Economia i Hisenda, Comissió Europea i elaboració pròpia.



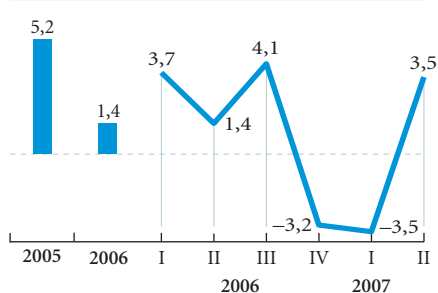
## EVOLUCIÓ DEL PIB D'ESPANYA PER SECTORS D'OFERTA

Percentatge de variació interanual (\*)

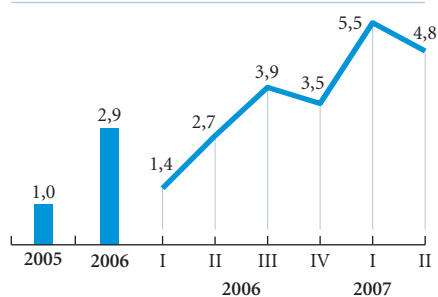
### Agricultura



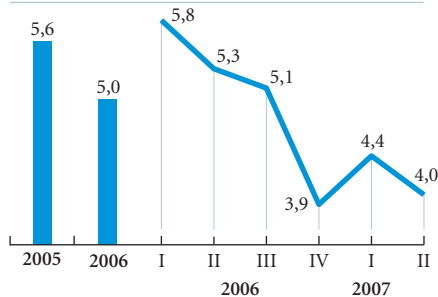
### Energia



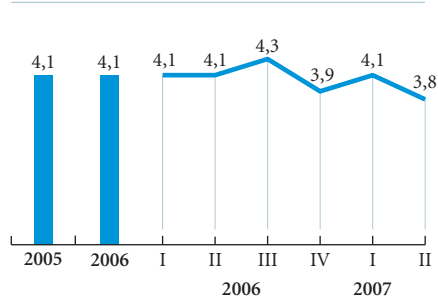
### Indústria



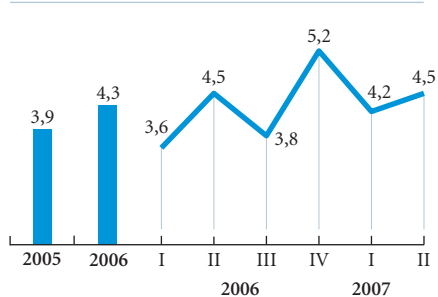
### Construcció



### Serveis de mercat



### Serveis no de mercat



NOTA: (\*) Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.  
FONT: Institut Nacional d'Estadística.

consolidarà. Així, les últimes dades disponibles de visat d'obra nova d'habitatge, corresponents al maig, van registrar una caiguda interanual del 20,7%, la més important des del maig del 2001. No obstant això, l'indicador de confiança en la construcció del juliol es col·locava en un nivell relativament alt.

El sector primari, l'agricultura i la pesca, va experimentar una considerable desac-

celeració en el segon trimestre, afectat per unes condicions climatològiques desfavorables. No obstant això, presentava un notable creixement anual del 5,5%.

Les indústries manufactureres també es van alentar en el període abril-juny, per bé que van créixer més que la construcció. La taxa de variació interanual va disminuir en 7 dècimes fins al 4,8%, però, malgrat tot, mostra una notable expansió. A

**La indústria manufacturera s'alenteix, però creix més que la construcció.**

## INDICADORS D'OFERTA

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2005	2006	2006			2007				
			II	III	IV	I	Abril	Maig	Juny	Juliol
<b>Indústria</b>										
Consum d'electricitat (1)	3,5	3,8	3,3	6,0	3,7	5,1	8,4	2,6	2,2	1,4
Índex de producció industrial (2)	0,7	3,9	4,0	4,2	4,6	4,2	3,8	2,0	2,0	...
Indicador de confiança en la indústria (3)	-4,8	-2,7	-2,7	-2,3	-0,3	2,3	2,0	0,0	0,0	0,0
Utilització capacitat productiva (4)	80,2	80,5	80,5	80,3	81,6	80,6	-	81,3	-	82,1
Importació béns interm. no energ. (5)	1,6	10,5	6,4	13,8	12,1	8,1	16,4	8,4	1,5	...
<b>Construcció</b>										
Consum de ciment	7,3	8,5	4,0	5,7	8,5	3,8	0,0	-2,6	-3,3	...
Indicador de confiança en la construcció (3)	22,4	14,2	11,7	14,7	15,0	10,7	16,0	15,0	16,0	15,0
Habitatges (visats obra nova)	6,2	18,6	6,9	50,5	0,2	8,0	8,2	-20,7	...	...
Licitació oficial	18,5	31,3	34,8	19,1	55,1	15,1	-12,0	-9,6	...	...
<b>Serveis</b>										
Vendes comerç minorista	4,4	5,0	3,8	5,9	5,2	6,2	3,1	4,6	5,9	...
Turistes estrangers	6,6	4,3	9,7	3,0	2,5	5,3	-3,5	-1,4	4,8	1,8
Ingressos turisme	6,0	5,6	11,0	4,9	3,1	5,8	2,0	0,2	...	...
Mercaderies ferrocarril (T-km)	-3,2	-1,2	-2,7	-3,3	-6,4	-4,1	4,7	-11,1	-10,8	...
Tràfic aeri passatgers	9,2	6,7	10,2	4,6	7,1	9,5	6,0	6,7	8,6	11,4
Consum de gasoil automoció	5,1	5,4	4,5	3,9	4,9	5,8	4,3	2,4	...	...

NOTES: (1) Corregit dels efectes de laboralitat i temperatura.

(2) Filtrat de diferències del calendari laboral.

(3) Enquesta de la Comissió Europea: diferència entre els percentatges de respostes positives i negatives.

(4) Enquesta de Conjuntura: percentatge d'utilització inferit de les respostes.

(5) En volum.

FONTS: Xarxa Elèctrica Espanyola, OFICEMEN, AENA, Institut Nacional d'Estadística, Banc d'Espanya, Comissió Europea, Ministeri de Foment, Ministeri d'Indústria, Comerç i Turisme, Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

més a més, al juliol la utilització de la capacitat productiva va assolir el nivell màxim des del 1998.

Les branques de serveis de mercat també van reduir el ritme de creixement, de manera que la taxa de variació interanual va baixar en 3 dècimes fins al 3,8%. Cal destacar que l'apreciació de l'euro va perjudicar el sector turístic en relació amb altres zones competidores.

Des de la perspectiva de les rendes, la remuneració dels assalariats va créixer el 7,0% en relació amb el segon trimestre de l'any anterior, 4 dècimes menys que el PIB a preus corrents. Atès un creixement in-

teranual del nombre d'assalariats del 4,0%, la remuneració per assalariat va pujar el 2,9% sobre el segon trimestre del 2006. Atès que la productivitat només va augmentar un modest 0,8% sobre el mateix trimestre de l'any precedent, el cost laboral unitari va pujar el 2,1% en relació amb un any abans. Per la seva banda, l'excedent brut d'explotació es va incrementar el 8,1%. El deflactor del producte interior brut, que permet seguir l'evolució dels preus dels productes i serveis del conjunt de l'economia, va experimentar una variació anual del 3,2%, 2 dècimes menys que en el trimestre anterior, però es va situar considerablement per damunt de la zona de l'euro.

**Modest augment de la productivitat.**

De cara a la segona part de l'any, esperem que continuï la desacceleració moderada del creixement econòmic, la qual cosa, de

tota manera, representa un ritme d'avanç considerable, molt superior al de la zona de l'euro.

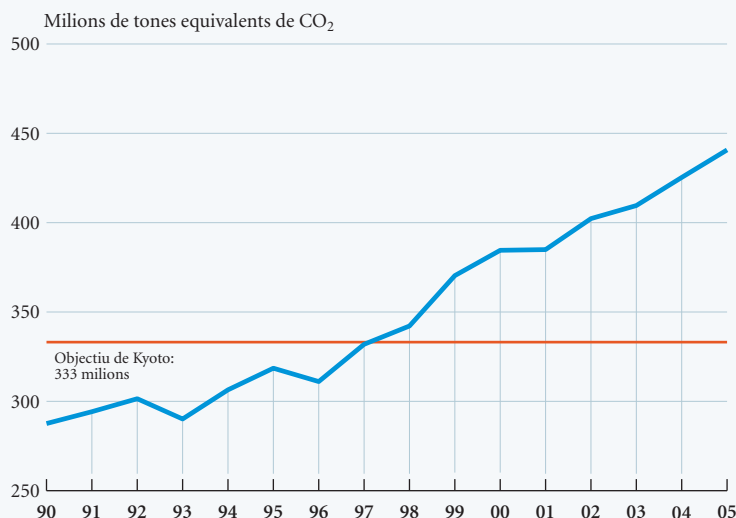
**Perspectives de moderació suau del creixement econòmic.**

## Una economia amb molts fums

Pregunta: quin país, entre els que formen la Unió Europea (UE), manifesta més preocupació pels efectes del canvi climàtic? Resposta: Espanya, segons l'Eurobaròmetre de la Comissió Europea. Pregunta: quin estat membre de la UE incompleix més el principal compromís de lluita contra aquest canvi climàtic, el Protocol de Kyoto? Resposta: Espanya, de nou. Com cal interpretar aquesta contradicció? És, realment, una contradicció? Anem a pams.

### L'ECONOMIA ESPANYOLA, CADA COP MÉS LLUNY DE KYOTO

Emissions de gasos d'efecte hivernacle



FONTS: Ministeri de Medi Ambient i elaboració pròpia.

Recordem que el Protocol de Kyoto és un acord internacional, firmat el 1997 i d'obligat compliment a la UE des del 2003, que persegueix restringir l'emissió de gasos que provoquen l'efecte hivernacle (GEH). Per aquest motiu estableix un límit d'emissió per països que s'haurà d'assolir en la mitjana del període 2008-2012. En el cas d'Espanya, aquest objectiu es va negociar en un augment del 15% en relació amb les emissions de l'any base (1990 per a CO<sub>2</sub>, CH<sub>4</sub> i N<sub>2</sub>O; 1995 per als gasos fluorats). Les últimes dades disponibles, referides al 2005, indiquen, de llavors ençà, un creixement del 53%.

El desviament crida força l'atenció. Com s'explica? De fet, la UE va fixar una quota conjunta que després va ser assignada per països. Quan el 1998 el Consell va repartir els límits d'emissió, la lectura que es feia sobre l'economia espanyola era molt diferent de la que s'utilitza en l'actualitat, en especial en termes de creixement econòmic i de vigor demogràfic. No obstant això, l'explicació basada en un creixement econòmic superior a l'esperat és

insuficient. Mentre que, en altres països, la intensitat en carboni –és a dir, la ràtio d'emissions de GEH per habitant o per unitat de producte interior brut (PIB)– ha disminuït de forma apreciable, al nostre país ho ha fet de forma marginal, com en el cas de les emissions de GEH per unitat de PIB, o fins i tot ha augmentat, com en el cas de les emissions GEH per capita, que el 2005 es van situar el 38% per damunt de les de 1990.

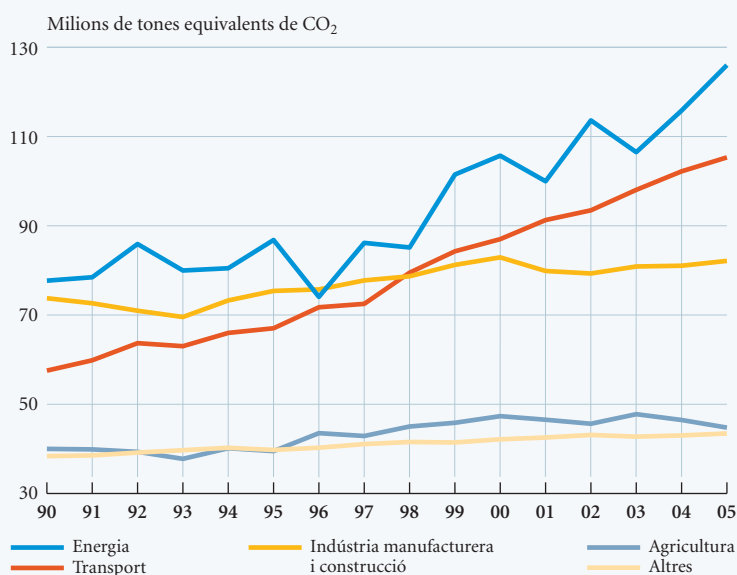
Com és possible que, en quinze anys de desenvolupament, l'economia continuï mostrant una fam de carboni tan elevada? Una explicació sorgeix en contemplar els sectors que han contribuït més a l'augment d'emissions: l'energia i el transport, els grans emissors en termes absoluts. L'energia és responsable del 31,5% de l'augment de les emissions de GEH entre els anys 1990 i 2005, xifra gairebé idèntica al 31,2% del transport. La indústria (manufacturerera i construcció) genera el 21,9% de les emissions addicionals en relació amb l'any 1990. La resta de sectors sumats amb prou feines arriben al 15,4% del total.

Per tant, per entendre bé per què Espanya s'allunya de l'objectiu de Kyoto, l'energia i el transport han de centrar la nostra atenció. D'entrada, cal destacar que, malgrat presentar xifres similars pel que fa al volum addicional d'emissions de GEH, el sector del transport exhibeix un comportament més preocupant, ja que ha incrementat les emissions el 83% en relació amb l'any 1990, mentre que l'energia ho ha fet el 62%. Tot i que en els dos casos es tracta de desviacions importants i, de fet, superiors a les del conjunt de l'economia (les emissions de GEH de la qual han crescut el 53% entre 1990 i 2005, com s'ha comentat més amunt), les xifres anteriors són indicatives de dues trajectòries diferents a causa de factors també diversos.

En el cas de l'energia, el principal motiu de l'increment ha estat que, atès l'important augment de la demanda d'electricitat provocat pel vigorós creixement econòmic, s'ha optat per respondre amb noves centrals de carbó, fuel i gas. Conseqüentment, la generació d'electricitat sense emissions era el 2004 del 42% del total, 10 punts in-

## ENERGIA I TRANSPORT, SECTORS MASSA CARBÒNICS

Emissions de gasos d'efecte hivernacle, per sectors



FONTS: Agència Europea del Medi Ambient i elaboració pròpia.

ferior a la de 1990. El transport, per la seva banda, ha augmentat la contribució, principalment perquè el fort augment de demanda s'ha satisfet, sobretot, mitjançant el recurs al transport per carretera, enfront d'altres mitjans més eficients des del punt de vista de la contaminació. Així, específicament, la quota de transport de mercaderies per carretera ha pujat gairebé 6 punts percentuals entre els anys 1991 i 2005.

En aquesta situació, quines són les perspectives de compliment del Protocol de Kyoto? L'últim «Informe de progrés» del Govern espanyol, del 2006, realitza la projecció de les tendències actuals fins al 2020 partint de les polítiques de control d'emissions existents el 2005. Aquest escenari apunta a una desviació de l'ordre del 50% en relació amb l'objectiu per al 2008-2012, amb els sectors industrials i energètics desviant-se el 37% i la resta (fonamentalment el transport), el 65%. Posteriorment, al començament del 2007, l'Estratègia Espanyola de Canvi Climàtic ha establert com a objectiu una desviació màxima del 37% per a la mitjana del període de referència. Aquest resultat s'assoliria limitant la desviació dels sectors no industrials ni energètics al 37% (i no el 65% comentat més amunt) i mantenint la deriva de la indústria i l'energia en el 37%.

Tot i que no sigui una conclusió immediata, si s'assolís aquest exigent objectiu de desviació del 37%, Espanya compliria el Protocol. Aquesta aparent contradicció –al capdavant, l'objectiu de Kyoto és el 15% i no el 37%– és deguda al fet que aquest compromís estableix tres instruments que poden servir per «restar» del còmput total d'emissions d'un país. El primer és el comerç de drets d'emissió de GEH, mecanisme pel qual les empreses espanyoles que ho demanin poden adquirir drets d'emissió suplementaris o, si són excedentàries en emissions, vendre'ls. Les empreses que poden emetre o compensar drets d'emissió són les propietàries de 1.045 grans instal·lacions contaminants dels sectors d'energia i indústria, per a les quals el Govern estableix uns límits anuals d'emissió mitjançant el que es coneix com a Pla Nacional d'Assignació d'emissions. El segon instrument és l'anomenat Mecanismes de Desenvolupament Net (MDN), consistent en projectes finançats per empreses espanyoles o per l'Estat que busquen la reducció d'emissions en països en vies de desenvolupament o industrialitzats i que generen crèdits d'emissió a Espanya. Finalment, un tercer mecanisme que permet descomptar de les emissions totals és el conegut com a «desguàs de carboni», és a dir, fonamentalment l'increment de la dotació de boscos.

El Govern confia que aquests últims mecanismes arribin a absorbir el 2% de les emissions totals. Sobre els MDN i l'adquisició al mercat de crèdits de carboni, per tant, recauria la part del lleó de l'ajustament, ja que haurien de donar compte del 20% restant. Segons les estimacions del Govern, caldria adquirir 58 milions de tones anuals entre 2008 i 2012, el 55% de les quals per part de l'Estat mitjançant el recurs d'MDN, amb un cost estimat d'uns 220 milions d'euros anuals, i el 45% per part de les empreses al mercat, amb un cost d'uns 400 milions d'euros anuals.

És obvi que, fins i tot en el cas que les mesures de flexibilitat ofereixin els resultats previstos i al cost estimat, la situació continua essent complicada: mantenir les emissions en el 37%, és a dir, per sota dels 400 milions de tones equivalents de CO<sub>2</sub>, requereix passar d'una via de creixement a una de reducció, si més no en certs exercicis. El problema de l'energia és clar: o canvia el «mix» de generació d'electricitat de forma substancial o es fa un pas de gegant en termes d'eficiència energètica. En cas contrari, les desviacions no es reduiran.

La dificultat fonamental, però, cal buscar-la al sector del transport. Aquest sector s'enquadra dins el que es coneix, en l'argot de Kyoto, com a «sector difús», és a dir, que, a diferència del que passa amb l'energia o amb la indústria, no té assignats uns drets d'emissió i no es beneficia de la possibilitat d'utilitzar el mercat de drets de carboni. Per aquest motiu són precisos nous instruments que generin els incentius adequats per reduir la intensitat en carboni del sector. L'abast d'aquestes mesures hauria de ser múltiple, ja que els problemes habituals

esgrimits sobre el transport també són multidimensionals. En aquest sentit, l'instrument més rellevant és el Pla Estratègic d'Infraestructures i Transports (PEIT), dissenyat per millorar la intermodalitat i per racionalitzar la xarxa d'infraestructures espanyoles. Tot i que ben orientat, en especial pel seu enfocament integrat, els seus efectes només es materialitzaran a llarg termini. Altres mesures en curs, com la modificació de la fiscalitat dels automòbils per primar les modalitats menys contaminants, tampoc no tindran un impacte immediat.

En definitiva, les autoritats intenten reaccionar davant els efectes mediambientals induïts per un creixement econòmic i demogràfic molt elevat, en un entorn d'opinió pública conscienciada pels efectes del canvi climàtic. El primer risc és que es primi l'ús dels instruments amb efectes més immediats i controlables –és a dir, el control dels sectors no difusos– sense atendre gaire els costos en què s'incorre. Afortunadament, els drets d'emissió que el Govern assigna a la indústria i l'energia al seu últim Pla Nacional d'Assignació són el que es podria qualificar de possibilisme amb ambició, ja que no ofeguen el teixit productiu i tampoc no abandonen la conciliació entre activitat i emissió. El segon risc és que es primin les solucions a curt termini en una qüestió de caràcter estructural. Cal permetre que mesures adoptades, com l'esmentat PEIT, i que accions ambicioses, com el Pla d'Energies Renovables, els plantejaments del qual semblen adequats, tot i que els seus efectes no es notaran en un horitzó temporal proper, germinin en el moment oportú.

## Mercat de treball

### La creació d'ocupació tendeix a desaccelerar-se

Les xifres d'ocupació del segon trimestre de l'any van mostrar un ritme sostingut de creació de llocs de treball. Així, el nivell d'ocupació es va situar en 20.367.300 ocupats en el període abril-juny, segons les xifres de l'enquesta de població activa (EPA), amb un augment interanual del 3,4%, gairebé idèntic al del primer trimestre. Les dades de la comptabilitat nacional confirmen l'estimació de l'EPA i mostren un fort increment dels llocs de treball a temps complet en el segon trimestre, superior a l'esperat, amb una alça anual del 3,2%. No obstant això, dades més recents de l'afiliació a la Seguretat Social mostren una tendència a l'alentiment en la creació de llocs de treball.

En els dotze últims mesos fins al juny, el nombre d'empleats va augmentar en 674.200, segons l'EPA. La major part d'a-

questa forta creació d'ocupació va tenir lloc en els serveis, amb 561.600 nous llocs de treball fins a un total de 13.488.700. Aquest nivell se situava el 4,3% per damunt d'un any abans, enfront del 3,5% anotat al final de març. En canvi, la construcció va presentar un increment interanual del 7,6%, inferior al de tres mesos abans, el 9,4%, la qual cosa indica una tendència a la moderació en la creació d'ocupació en aquest sector. Per la seva banda, tant l'agricultura com la indústria van destruir ocupació en els dotze últims mesos fins al juny, amb taxes interanuals negatives del 3,8% i de l'1,3%, respectivament.

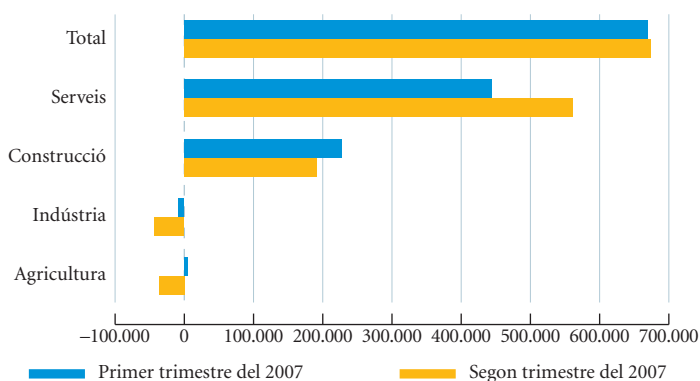
Del total de nous llocs de treball creats en l'últim any, el 48,7% van correspondre a treballadors estrangers. En el segon trimestre, la participació dels estrangers en la xifra de nous llocs de treball es va reduir fins al 33,7%. Al final de juny, la població estrangera ocupada representava el 13,5% del total.

**Forta creació d'ocupació en el segon trimestre, tot i que apareixen indicis de moderació al juliol.**

**Gairebé la meitat dels nous llocs de treball en els dotze últims mesos corresponen a estrangers.**

### EL SECTOR SERVEIS SOSTÉ LA CREACIÓ D'OCUPACIÓ

Variació del nombre d'ocupats sobre el mateix trimestre de l'any anterior



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## INDICADORS D'OCUPACIÓ

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	2005	2006	2006				2007					
			I	II	III	IV	I	II	Abril	Maig	Juny	Juliol
<b>Afiliats a la Seguretat Social</b>												
Assalariats	4,8	4,7	6,3	5,3	3,9	3,5	3,9	3,5	3,0	3,3	4,1	2,8
<i>Indústria</i>	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,2	2,2	2,7	2,4	2,6	3,0	2,6
<i>Construcció</i>	8,6	8,7	11,0	9,5	7,5	6,8	6,1	4,4	4,5	4,3	4,2	3,1
<i>Serveis</i>	5,7	5,2	6,6	5,8	4,6	4,0	4,1	3,7	3,2	3,5	4,4	3,2
No assalariats	2,6	2,2	2,3	2,2	2,1	2,2	2,5	2,7	2,6	2,7	2,9	2,9
<b>Total</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Població ocupada (*)</b>	<b>5,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	-	-	-	-
<b>Llocs de treball (**)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	-	<b>3,2</b>	-	-
<b>Contractes registrats (***)</b>												
Indefinites	8,7	41,1	25,6	16,1	46,6	76,8	25,8	15,6	16,0	14,1	16,9	7,5
Temporals	4,6	4,7	13,7	5,5	0,5	0,5	2,6	-1,9	5,0	-2,4	-6,6	4,8
<b>Total</b>	<b>5,0</b>	<b>7,9</b>	<b>15,0</b>	<b>6,4</b>	<b>4,1</b>	<b>7,3</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>6,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>5,0</b>

NOTES: (\*) Estimació de l'enquesta de població activa (les variacions corresponents a 2005 estan corregides de l'impacte dels canvis metodològics).

(\*\*) Equivalents a temps complet. Estimació de la comptabilitat nacional; dades corregides d'estacionalitat i calendari.

(\*\*\*) A l'INEM.

FONTS: Institut Nacional d'Estadística, Ministeri de Treball i Assumptes Socials, Institut d'Ocupació i elaboració pròpia.

### Les dones cobreixen el 55% dels nous llocs de treball i els més joves s'incorporen més de pressa al món laboral.

El 55% dels nous llocs de treball creats en els dotze últims mesos van ser coberts per dones. Així i tot, malgrat el seu avanç, l'ocupació femenina només representa el 41,0% de la força laboral. Per edats, el segment que ha augmentat més el nivell d'ocupació en els dotze últims mesos ha estat el dels més joves, de 16 a 19 anys, amb un increment anual del 6,3%. Tot seguit, figura el segment de treballadors madurs, de 50 a 54 anys, amb una taxa de variació del 5,9%.

El nombre de treballadors assalariats ha crescut el 4,1% en l'últim any, més que la mitjana, com sol ser habitual en les fases d'expansió econòmica. D'aquesta manera, la taxa d'assalariació ha continuat pujant fins al 82,4%. En els dotze últims mesos, els assalariats amb contracte indefinit han crescut el 8,2%, enfront d'una caiguda del 3,6% dels contractes temporals, gràcies, en bona part, al procés especial de bonificació dels contractes indefinits que va finalitzar al desembre. En el

segon trimestre, el ritme de creació de llocs de treball amb contracte indefinit va ser superior al dels contractes temporals, però es van reduir les distàncies. Al final del primer semestre, la taxa de temporalitat havia disminuït fins al 31,8%, però encara continuava essent relativament elevada. Els treballadors autònoms han augmentat el 2,6% en l'últim any, mentre que els empresaris amb assalariats ho han fet el 2,0%.

D'altra banda, l'ocupació a temps complet va créixer el 3,7%, mentre que la de temps parcial va pujar l'1,5%. En el segon trimestre, però, l'ocupació a temps parcial va caure el 2,2% en relació amb el final de març i va disminuir tant la dels homes com la de les dones, les quals ocupaven el 78,9% d'aquesta modalitat al final de juny.

L'ocupació va augmentar a totes les comunitats autònomes en el segon trimestre. No obstant això, en els dotze últims



## OCUPACIÓ ESTIMADA

Segon trimestre 2007

	Ocupats (milers)	Variació trimestral		Variació acumulada		Variació anual		% participació
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Per sectors</b>								
Agricultura	921,0	-69,0	-7,0	-0,8	-0,1	-36,4	-3,8	4,5
No agraris	19.446,2	366,9	1,9	366,2	1,9	710,5	3,8	95,5
Indústria	3.243,8	-21,5	-0,7	-76,0	-2,3	-43,0	-1,3	15,9
Construcció	2.713,7	49,1	1,8	90,5	3,4	192,1	7,6	13,3
Serveis	13.488,7	339,5	2,6	351,7	2,7	561,6	4,3	66,2
<b>Per empleadors</b>								
Sector privat	17.492,6	355,6	2,1	398,8	2,3	653,3	3,9	85,9
Sector públic	2.874,7	-57,5	-2,0	-33,3	-1,1	20,9	0,7	14,1
<b>Per situació professional</b>								
Assalariats	16.779,4	264,8	1,6	313,3	1,9	667,8	4,1	82,4
Contracte indefinit	11.435,5	197,8	1,8	538,1	4,9	864,8	8,2	56,1
Contracte temporal	5.343,9	67,0	1,3	-224,8	-4,0	197,0	-3,6	26,2
No assalariats	3.578,7	37,1	1,0	54,5	1,5	12,8	0,4	17,6
Empresaris empleadors	1.109,7	25,6	2,4	21,9	2,0	21,6	2,0	5,4
Empresaris no empleadors	2.246,2	45,8	2,1	50,8	2,3	52,1	2,4	11,0
Ajudes familiars	222,8	-34,5	-13,4	-18,2	-7,6	-61,0	-21,5	1,1
Altres	9,2	-3,9	-29,8	-2,3	-20,0	-6,5	-41,4	0,0
<b>Per temps d'ocupació</b>								
A temps complet	17.927,2	352,8	2,0	299,0	1,7	638,4	3,7	88,0
A temps parcial	2.440,1	-54,7	-2,2	66,5	2,8	35,8	1,5	12,0
<b>Per sexes</b>								
Homes	12.007,7	153,1	1,3	176,4	1,5	303,7	2,6	59,0
Dones	8.359,6	144,9	1,8	189,1	2,3	370,5	4,6	41,0
<b>TOTAL</b>	<b>20.367,3</b>	<b>298,1</b>	<b>1,5</b>	<b>365,5</b>	<b>1,8</b>	<b>674,2</b>	<b>3,4</b>	<b>100,0</b>

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

mesos s'han registrat descensos del nombre d'ocupats a Astúries. En canvi, Aragó, Múrcia i Castella-La Manxa han anotat ritmes de creixement superiors al 5%.

D'altra banda, les xifres d'afiliació a la Seguretat Social també constataren una gran creació d'ocupació en el segon trimestre, amb una taxa de variació anual del nombre total d'afiliats del 3,8% al final de juny. No obstant això, a diferència del 2006, enguany el nombre total d'afiliats va baixar al juliol, de manera que la taxa de variació interanual va passar al

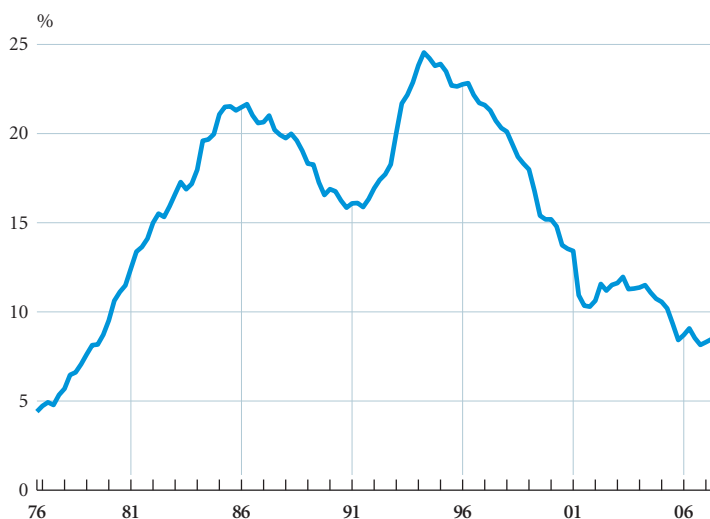
2,8%, la qual cosa constitueix un índex del menor dinamisme del mercat laboral. En aquest sentit, la construcció va continuar desaccelerant el creixement fins al 3,1% interanual. No obstant això, la indústria va incrementar el creixement interanual fins al 2,6%.

L'important augment de l'ocupació des del juny del 2006 va comportar un increment de la taxa d'activitat en atreure al mercat laboral inactius desanimats. La taxa d'activitat de la població de 16 a 64 anys va créixer en 0,73 punts fins al

**Les xifres d'afiliats a la Seguretat Social del juliol apunten a un alentiment en la creació de llocs de treball.**

## LA TAXA D'ATUR DAVALLA FINS AL NIVELL MÉS BAIX DES DEL 1978

Taxa d'atur sobre població activa



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

**La taxa d'atur cau fins al 8%, la cota més baixa des del final dels setanta.**

72,6%. L'augment de la taxa d'activitat va ser degut, sobretot, a una major incorporació de les dones al mercat laboral. Així i tot, la taxa d'activitat masculina, del 82,8%, se situava força per damunt de la femenina, del 62,1%.

La favorable evolució del mercat de treball va motivar que la taxa d'atur disminuís fins al 8,0% de la població activa. D'aquesta manera, va davallar fins a la cota més baixa des del 1978 i es va situar en línia amb l'escenari previst pel Govern. Així i tot, el nombre d'aturats es col·locava en 1.760.000 persones.

L'atur va disminuir més entre les dones que entre els homes, tant si considerem l'últim trimestre com els dotze últims mesos. No obstant això, la taxa d'atur femenina, del 10,5%, era considerablement superior a la masculina, del 6,1%.

Per edats, l'evolució de l'atur segons el sexe ha estat dispar en l'últim any. Així, entre els homes, el segment en què ha disminuït més el nombre d'efectius aturats ha estat el de 20 a 24 anys, amb una caï-

guda del 4,9%, mentre que, en el tram entre 16 i 19 anys, el nombre ha augmentat el 8,1%. En canvi, entre les dones, el segment més jove en atur s'ha reduït el 12,6%, mentre que les dones de més de 55 anys han incrementat l'11,8% el nombre d'efectius en atur.

El grup dels qui van perdre la feina fa més d'un any va disminuir el 9,9% en el segon trimestre i el 5,5% en els dotze últims mesos fins al juny. Els aturats a la indústria i a l'agricultura encara han baixat més en l'últim any. En canvi, el nombre d'aturats a la construcció ha augmentat el 2,5%. Els joves que busquen una primera feina han crescut el 0,35% en l'últim any i han arribat a 211.300. Cal destacar que la taxa d'atur del col·lectiu menor de 25 anys, del 18,2%, gairebé triplica la de la resta.

Les llars en què tots els components estan aturats han disminuït el 8,3% en l'últim any. En el mateix període, els nuclis familiars en què tots els components tenen feina han augmentat el 3,7%. D'altra banda, la probabilitat de romandre en situació

## ATUR ESTIMAT

Segon trimestre 2007

	Aturats	Variació trimestral		Variació anual		Participació %	Taxa d'atur
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre població activa
<b>Per sexes</b>							
Homes	780,6	-19,4	-2,4	-14,9	-1,9	44,4	6,1
Dones	979,3	-76,7	-7,3	-62,1	-6,0	55,6	10,5
<b>Per edats</b>							
Menors de 25 anys	442,2	19,1	4,5	-9,7	-2,1	25,1	18,2
Resta	1.317,8	-115,2	-8,0	-67,3	-4,9	74,9	6,7
<b>Per situació personal</b>							
Atur de llarga durada	496,5	-54,3	-9,9	-28,9	-5,5	28,2	-
Busquen la seva primera feina	211,3	25,9	14,0	0,7	0,4	12,0	-
Resta	1.052,2	-67,7	-6,0	-48,9	-4,4	59,8	-
<b>TOTAL</b>	<b>1.760,0</b>	<b>-96,1</b>	<b>-5,2</b>	<b>-77,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>100,0</b>	<b>8,0</b>

FONTS: Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

d'atur s'estima en el 42,3%, una mica més que en el trimestre anterior.

El descens del nombre d'aturats ha estat generalitzat a les diferents comunitats autònomes. En el segon trimestre, només es van comptabilitzar augments a la Comunitat Valenciana, Castella-La Manxa i Navarra, mentre que, en l'últim any, només la Comunitat Valenciana i Astúries han registrat un augment del nombre d'aturats. Cal destacar que La Rioja ostentava una taxa d'atur inferior al 5%. Al pol oposat, les comunitats autònomes amb una taxa més alta d'atur eren Extremadura, amb el 12,2%, i Andalusia, amb el 12,0%.

### Deteriorament de l'atur registrat al juliol

Al juliol el nombre d'aturats inscrits a les oficines dels serveis públics d'ocupació

va registrar un augment de 4.469 persones en relació amb el final del mes anterior, enfront d'una baixada de 4.770 persones al juny del 2006. De fet, per segona vegada en aquesta dècada, l'atur registrat ha anotat una pujada al juliol. L'increment mensual més intens de l'atur es va constatar a la construcció, amb una alça d'11.900 persones, la qual cosa suggereix la pèrdua de dinamisme d'aquest sector. Cal apuntar que l'increment de l'atur va afectar sobretot el col·lectiu masculí, mentre que l'atur entre les dones va baixar el 0,6% en el primer mes de vacances.

Com a nota positiva, el nombre de contractes de treball de caràcter indefinit va marcar un màxim en la sèrie històrica d'aquest mes, amb un ascens interanual del 7,4%. Aquesta modalitat va representar el 10,3% del total de contractes.

**L'atur registrat puja al juliol, per segon cop en la dècada, a causa de la pèrdua de dinamisme de la construcció.**

**El nombre de contractes de treball de caràcter indefinit marca un màxim històric al juliol.**

## Preus

**L'IPC cau fins al 2,2% al juliol, enfront del 4,0% registrat un any abans.**

### Comportament favorable de l'IPC al començament de l'estiu

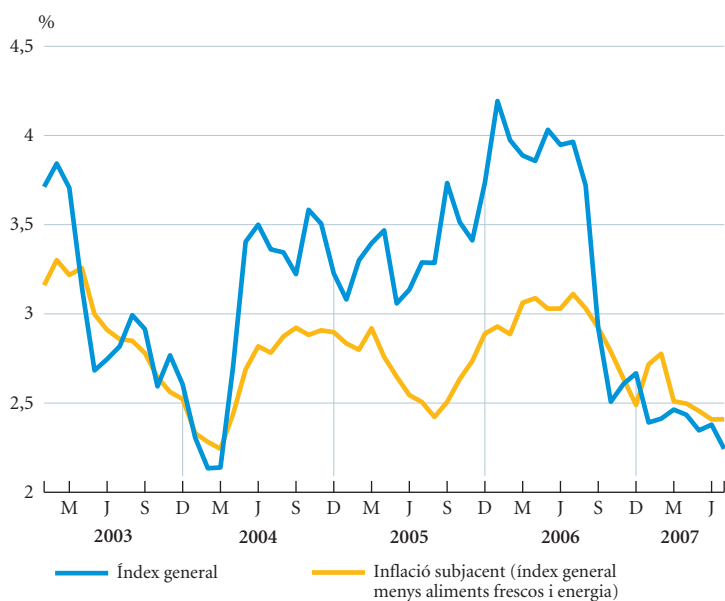
Amb alts i baixos, l'IPC ha prosseguit la suau tendència descendent dels últims mesos al començament de l'estació estival. Així, l'índex general de preus de consum va experimentar una variació del 2,2% en els dotze últims mesos fins al juliol, quan un any abans se situava en el 4,0%. Aquesta evolució ha estat influïda, sobretot, pel preu del petroli, que va assolir un màxim històric a l'agost del 2006. En els dos últims mesos, però, han estat els aliments frescos, els serveis i els productes industrials no energètics els que han possibilitat un lleuger descens de la taxa d'inflació interanual fins a la cota mínima des del març del 2004.

En efecte, la pujada dels carburants i lubricants al juny, enfront de la davallada en el mateix mes del 2006, va motivar l'increment de la taxa de variació anual de l'IPC en una dècima fins al 2,4% al final del primer semestre. No obstant això, gràcies a l'enfortiment de l'euro al juliol, l'alça dels carburants i lubricants va ser inferior a la registrada en el mateix mes de l'any anterior, i aquesta partida va contribuir en bona part al descens de la inflació general al juliol.

Per la seva banda, un altre component volàtil de l'IPC, els aliments frescos, ha pressionat l'IPC a la baixa en els dos últims mesos en passar d'una inflació interanual del 6,0% al 4,7%. Així, les patates, que al

### L'IPC, EN EL NIVELL MÍNIM DES DEL MARÇ DEL 2004

Variació interanual de l'IPC



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM

	2006			2007		
	% variació mensual	% variació s/desembre 2005	% variació anual	% variació mensual	% variació s/desembre 2006	% variació anual
Gener	-0,4	-0,4	4,2	-0,7	-0,7	2,4
Febrer	0,0	-0,4	4,0	0,1	-0,6	2,4
Març	0,7	0,3	3,9	0,8	0,1	2,5
Abril	1,4	1,8	3,9	1,4	1,5	2,4
Maig	0,4	2,1	4,0	0,3	1,8	2,3
Juny	0,2	2,3	3,9	0,2	2,0	2,4
Juliol	-0,6	1,7	4,0	-0,7	1,3	2,2
Agost	0,2	1,9	3,7			
Setembre	-0,2	1,7	2,9			
Octubre	0,4	2,1	2,5			
Novembre	0,2	2,4	2,6			
Desembre	0,3	2,7	2,7			

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

## ELS CARBURANTS IMPULSEN CAP AVALL L'IPC AL JULIOL

Variació interanual dels preus dels carburants i lubricants



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

maig encara presentaven un encariment anual superior a l'11% a conseqüència d'una pobra collita d'aquest tubèrcul en la passada campanya a l'Europa Central, van moderar aquesta taxa fins al 0,1%. Igualment, el pollastre, que al maig ano-

tava una pujada anual del 16,4%, va passar a un augment del 6,0% al juliol, molt inferior, tot i que elevat a causa d'una oferta limitada després de la crisi provocada per la grip aviària.

**Les patates i el pollastre es desacceleren marcadament.**

## ELS ALIMENTS NO ELABORATS FLEXIONEN A LA BAIXA

Variació interanual dels preus dels aliments sense elaborar



FONT: Institut Nacional d'Estadística.

**La tendència descendent de la inflació no sembla sostenible a partir de l'agost per les perspectives dels mercats internacionals de primeres matèries.**

Així i tot, la inflació dels aliments sense elaborar és més del doble que la inflació general. Això reflecteix les pujades experimentades als mercats internacionals en l'últim període a conseqüència d'un fort increment de la demanda a càrrec de països com la Xina i l'Índia i de problemes circumstancials d'oferta. També ha influït en els últims temps la demanda de productes agraris per a la producció de biocombustible. A més a més, cal esmentar una tendència alcista de fons d'igualació dels preus dels aliments no elaborats espanyols amb els europeus.

Pel que fa al nucli més estable de la inflació, l'anomenada subjacent, va experimentar una lleugera davallada d'una dècima al juny fins al 2,4%, nivell en què es va mantenir al juliol. El descens del juny s'explica per una lleugera cessió dels serveis des del 4,0% fins al 3,9%. Així, el turisme i l'hoteleria va baixar del 4,6% al 4,5%, per un ascens menys marcat dels preus dels viatges organitzats que al juny de l'any passat, tot i que continuava es-

sent un nivell alt. Els béns elaborats no energètics també van contribuir a la moderació de la inflació subjacent, ja que la seva taxa d'inflació anual va baixar del 0,7% al maig fins al només 0,6% al juny.

És sostenible la tendència a la baixa de la inflació? De fet, és possible que a l'agost l'IPC se situï en el mateix nivell, atès que en el mateix mes de l'any precedent el cru es va enfilar a una cota històrica. No obstant això, el més probable és que, de llavors ençà, repunti i se situï al voltant del 3% al final de l'any. Per què? D'una banda, la intensa davallada del preu del petroli en el segon semestre del 2006 jugarà en contra, per bé que la recent moderació del combustible ajudaria a contenir la pujada. De l'altra, la mala collita internacional de cereals d'enguany i una oferta insuficient de productes lactis als mercats mundials pressionaran els preus dels aliments cap amunt. A més a més, hi ha persistents tensions inflacionistes en els serveis. I tot plegat en un marc de notable expansió econòmica i abundant liquiditat per als consumidors.

**El diferencial d'inflació amb la Unió Monetària Europea, en la cota mínima des del març del 2004.**

## ÍNDEX DE PREUS DE CONSUM PER GRUPS DE COMPONENTS

Juliol

	Índexs (*)	% variació mensual		% variació s/desembre anterior		% variació anual	
		2006	2007	2006	2007	2006	2007
<b>Per classes de despesa</b>							
Aliments i begudes no alcohòliques	103,0	0,4	0,3	2,1	1,5	4,8	2,6
Begudes alcohòliques i tabac	107,1	0,0	0,1	1,0	5,7	2,1	6,1
Vestit i calçat	94,5	-11,0	-11,1	-11,5	-11,7	1,1	1,0
Habitatge	103,9	0,3	0,3	5,1	3,3	6,8	3,1
Parament	102,6	-0,6	-0,6	1,2	1,2	2,7	2,7
Medicina	98,0	0,2	0,2	1,3	-2,5	1,5	-2,2
Transport	103,0	0,8	0,2	6,0	4,7	5,8	0,6
Comunicacions	100,4	-0,2	-0,2	-0,9	1,3	-1,4	0,7
Oci i cultura	100,0	1,2	0,8	0,2	-0,2	0,5	-1,0
Ensenyament	103,6	0,1	0,1	0,4	0,6	3,9	4,6
Hotels, cafès i restaurants	105,9	0,9	0,9	4,0	4,7	4,5	5,0
Altres	103,3	0,0	-0,1	3,2	2,4	3,9	3,1
<b>Agrupacions</b>							
Aliments amb elaboració	102,8	0,1	0,1	2,3	2,3	4,0	2,2
Aliments sense elaboració	104,8	0,9	0,5	1,3	1,4	5,4	4,7
Conjunt no alimentari	102,1	-0,9	-1,0	1,6	1,0	3,8	2,0
Béns industrials	99,7	-2,4	-2,7	0,1	-1,2	3,6	0,2
<i>Productes energètics</i>	102,9	1,5	0,5	10,7	6,6	10,1	-1,2
<i>Carburants i combustibles</i>	102,7	1,7	0,6	12,6	7,9	11,8	-2,5
<i>Béns industrials sense productes energètics</i>	98,6	-3,7	-3,8	-3,2	-3,7	1,5	0,6
Serveis	104,5	0,7	0,6	3,2	3,3	4,0	3,8
Inflació subjacent (**)	102,1	-1,0	-1,0	0,7	0,6	3,1	2,4
<b>ÍNDEX GENERAL</b>	<b>102,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>

NOTES: (\*) Base 2006 = 100.

(\*\*) Índex general sense energia ni aliments no elaborats.

FONT: Institut Nacional d'Estadística.

D'altra banda, la taxa d'inflació anual dels preus de consum en termes harmonitzats amb la Unió Monetària Europea ha seguit un perfil similar al de l'IPC general en els últims mesos i s'ha situat en el 2,3% al juliol. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb els nostres socis de la zona de l'euro s'ha col·locat en 0,5 punts percentuals, nivell mínim des del març del 2004.

### La inflació dels preus industrials baixa al mínim dels tres últims anys

L'evolució dels preus a l'engròs dibuixa un panorama inflacionista complex. Tant els preus industrials com, sobretot, els d'importació se situen en nivells relativament baixos. No obstant això, la inflació dels béns intermedis es col·loca encara per damunt del 5%, i s'aprecien tensions en els preus agraris.

**La inflació anual dels béns intermedis industrials se situa encara per damunt del 5%.**

## INDICADORS D'INFLACIÓ

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior

	Preus agraris	Índex de preus industrials					Preus d'importació				Deflactor del PIB (*)
		Índex general	Béns de consum	Béns d'equipament	Béns intermedis	Béns energètics	Total	Béns de consum	Béns de capital	Béns intermedis	
<b>2006</b>											
Juny	6,0	6,3	3,5	2,3	6,8	14,6	6,2	0,8	-0,6	7,5	-
Juliol	0,7	6,4	3,6	2,4	7,0	13,9	5,9	0,4	-0,3	9,6	-
Agost	0,4	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	5,1	0,6	-0,4	9,2	3,9
Setembre	1,1	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	3,2	0,9	-0,3	9,4	-
Octubre	2,3	3,4	2,3	2,4	6,9	0,5	2,9	0,9	-0,1	9,5	-
Novembre	0,8	3,6	2,4	2,5	6,8	1,0	2,4	0,1	-0,4	8,8	3,7
Desembre	-5,8	3,6	2,0	2,6	6,8	2,3	2,4	0,3	-0,2	8,2	-
<b>2007</b>											
Gener	-6,7	2,7	1,4	2,9	6,3	-1,1	0,5	0,5	-0,2	7,3	-
Febrer	-6,3	2,5	1,4	2,9	6,7	-2,5	0,1	0,4	-0,2	7,4	3,4
Març	1,5	2,8	1,7	3,3	6,2	-1,6	0,2	0,4	-0,1	6,8	-
Abril	6,7	2,7	2,2	3,1	6,4	-2,6	0,2	0,7	0,0	6,3	-
Maig	0,4	2,4	2,0	3,3	6,0	-2,8	0,8	1,6	0,1	5,7	3,2
Juny	2,7	2,6	1,8	3,1	5,8	-1,4	1,3	1,1	-0,1	6,3	-
Juliol	...	2,3	1,8	3,0	5,5	-2,5	...	...	...	...	...

NOTA: (\*) Dades corregides d'estacionalitat i calendari.

FONTS: Ministeri d'Agricultura, Pesca i Alimentació, Institut Nacional d'Estadística i elaboració pròpia.

### Repunt dels preus d'importació al juny a causa d'una menor apreciació anual de l'euro.

L'índex general dels preus industrials, seguint un perfil similar al dels preus de consum, va moderar el seu avanç anual fins al 2,3% en el mes de juliol. D'aquesta manera, la taxa d'inflació interanual dels preus a la sortida de fàbrica va marcar la cota mínima des del març del 2004. Cal recordar que, al juliol del 2006, la inflació dels preus industrials es col·locava en el 6,4%. De llavors ençà, el descens és atribuïble, principalment, als preus energètics, la taxa d'inflació dels quals ha passat d'un augment del 13,9% a un descens del 2,5% en els dotze últims mesos.

No obstant això, en els dos últims mesos, la millora de la inflació ha estat deguda a la resta de components. Els preus dels béns de consum, molt pressionats per la competència exterior, només han augmentat l'1,8% en l'últim any. D'altra banda, les màquines d'oficina i els equips informà-

tics han baixat el 3,4% en relació amb el juliol del 2006, gràcies, en part, a guanys de productivitat.

Pel que fa als preus d'importació dels productes industrials, al juny van repuntar lleugerament fins a una taxa de variació anual de l'1,3%, segons les dades de l'enquesta de l'Institut Nacional d'Estadística, a causa, parcialment, d'una menor apreciació anual de l'euro en el mes. També va contribuir a la remuntada una menor reducció anual dels preus de l'energia.

Per la seva banda, els preus agraris en origen van pujar fins al 2,7% al juny en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Tot i la volatilitat d'aquests preus, en l'últim període s'aprecia clarament una acceleració dels productes ramaders, que han assolit una taxa d'inflació anual del 10,2% al final del primer semestre.

### Acceleració dels preus dels productes ramaders en origen fins al 10,2% anual al final del primer semestre.



## Sector exterior

### Es modera el creixement del dèficit comercial

En el primer semestre del 2007, el dèficit comercial va ser de 46.216 milions d'euros. Tot i que en relació amb un any enre, el dèficit comercial és el 7% superior, el ritme de creixement del desequilibri comercial tendeix a moderar-se. En termes de saldo acumulat de dotze mesos, el dèficit comercial ha passat de créixer el 20,6% interanual al juny del 2006 al 9,4% al juny d'enguany. Lluny queden, per tant, els augments superiors al 35% de l'expansiu 2005. D'altra banda, la taxa de cobertura es va situar, en aquesta primera meitat del 2007, en el 66,5%, una dècima menys que en el primer semestre del 2006.

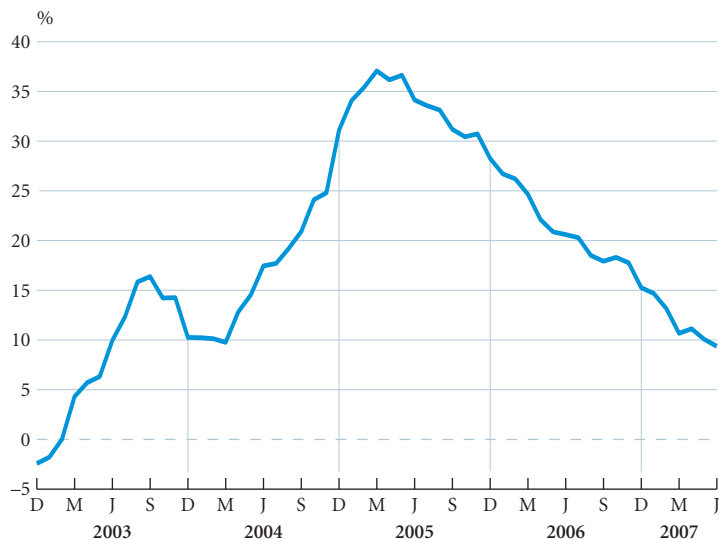
El constant augment del dèficit comercial és degut al fet que les exportacions, tot i créixer a bon ritme (6,6% interanual en termes de valor en aquest primer semestre), ho fan per sota de l'increment més intens de les importacions (6,7% interanual). En termes reals, el creixement exportador es veu laminat per l'augment del preu de les exportacions (3,6% interanual) i se situa en el 2,9% interanual. En canvi, en créixer amb prou feines el 0,3% interanual els preus d'importació, l'avanç real de les importacions va arribar al 6,4% interanual.

Gairebé tots els sectors es beneficien del dinamisme exportador. Els béns d'equipament i l'automoció, dos dels pesos pesants de l'exportació espanyola (sumen aproximadament el 40% de les exporta-

**El dèficit comercial es continua desaccelerant.**

### EL DESEQUILIBRI COMERCIAL ES CONTINUA CORREGINT

Variació interanual del dèficit comercial acumulat de 12 mesos



FONTS: Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç i elaboració pròpia.

	Importacions			Exportacions			Saldo	Taxa de cobertura (%)
	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	% variació anual en valor	% participació	Milions d'euros	
<b>Per grups de productes</b>								
Energètics	19.186	-6,6	13,9	3.262	-16,0	3,6	-15.925	17,0
Béns de consum	37.548	4,1	27,2	33.582	4,7	36,6	-3.966	89,4
<i>Alimentaris</i>	7.377	8,7	5,4	10.883	5,6	11,9	3.506	147,5
<i>No alimentaris</i>	30.171	2,7	21,9	22.698	0,0	24,8	-7.472	75,2
Béns de capital	14.789	11,4	10,7	8.470	-0,2	9,2	-6.318	57,3
Béns intermedis no energètics	66.351	11,8	48,1	46.344	11,5	50,6	-20.007	69,8
<b>Per àrees geogràfiques</b>								
Unió Europea 25	82.536	7,0	59,9	65.454	6,5	71,4	-17.083	79,3
<i>Zona de l'euro</i>	68.967	7,5	50,0	52.516	7,4	57,3	-16.450	76,1
Altres països	55.338	6,2	40,1	26.204	6,7	28,6	-29.134	47,4
<i>Rússia</i>	4.105	12,2	3,0	905	37,6	1,0	-3.199	22,1
<i>Estats Units</i>	4.722	10,7	3,4	3.835	1,0	4,2	-887	81,2
<i>Japó</i>	3.150	7,0	2,3	691	2,3	0,8	-2.459	21,9
<i>Amèrica Llatina</i>	6.898	-3,5	5,0	5.343	7,4	5,8	-1.555	77,5
<i>OPEP</i>	10.127	-7,6	7,3	2.418	9,8	2,6	-7.709	23,9
<i>Resta</i>	26.336	13,7	19,1	13.011	6,2	14,2	-13.325	49,4
<b>TOTAL</b>	<b>137.874</b>	<b>6,7</b>	<b>100,0</b>	<b>91.658</b>	<b>6,6</b>	<b>100,0</b>	<b>-46.216</b>	<b>66,5</b>

FONTS: Departament de Duanes i Impostos Especials i elaboració pròpia.

### Bon to exportador, sobretot a causa de l'expansió europea.

cions totals), van créixer en aquest primer semestre per damunt del 5% interanual.

Un altre sector significatiu, el dels productes químics, es va mostrar encara més dinàmic, en augmentar les exportacions el 9% interanual. L'excepció més notable a aquesta tendència alcista la van exhibir els productes energètics, l'exportació dels quals va caure el 13,2% interanual. Pel que fa a l'evolució de les importacions, reflecteix la fermesa de la demanda interna i, en especial, de la inversió. Així, les importacions del sector de béns d'equipament, que genera gairebé una quarta part de totes les importacions espanyoles, es van situar el 9% per damunt de les d'un any enrere. També van registrar creixements importants les primeres matèries i els béns de consum durador.

Passant a una perspectiva geogràfica, es constata que els exportadors espanyols es continuen beneficiant de la recuperació europea. Així, les exportacions a la zona de l'euro van créixer el 7,4% interanual al gener-juny, a causa del bon rendiment que ofereixen els mercats de França (avanç del 7,4%) i d'Alemanya (7,0%). Fora de la Unió Europea, cal destacar el fort augment de les vendes a Rússia, que van créixer el 38% interanual. Pel que fa a les importacions, i en una tònica similar a la mostrada per les exportacions, el dinamisme de les compres a la Unió (7,0% interanual) va superar el de les importacions extracomunitàries, que van avançar només el 6,2% interanual.

## Balança de pagaments: l'empitjorament de les rendes compensa els guanys en la balança comercial

Al maig el dèficit per compte corrent es va situar en els 8.181 milions d'euros, enfront del desequilibri de 5.675 milions d'euros de l'abril. Aquesta ampliació ha estat deguda, fonamentalment, a l'increment del dèficit de la balança de rendes, seguit a distància per l'ampliació dels dèficits de la balança comercial i de transferències corrents.

Quan es comparen les xifres mensuals amb les de l'acumulat de dotze mesos, es constata que l'empitjorament de la balança de rendes també és el gran responsable

de l'ampliació del deteriorament per compte corrent. Així, en els dotze últims mesos, i malgrat que el seu total amb prou feines equival a un terç del saldo negatiu comercial, l'aportació negativa de les balances de rendes i comercial ha tendit a aproximar-se i s'ha situat en 7.717 i 7.926 milions d'euros, respectivament.

Pel que fa a l'àmbit financer, i sempre fent referència a xifres acumulades en els dotze últims mesos fins al maig, cal destacar que les sortides d'inversió directa (42.207 milions d'euros) eren el 7% superiors a les registrades un any abans. En clar contrast, les entrades d'inversió en cartera es van situar en 179.329 milions d'euros, el 51% per damunt del mateix període del 2006.

**El dèficit corrent s'amplia el 25% interanual en els dotze últims mesos.**

**El deteriorament de la balança de rendes s'aproxima al de la balança comercial.**

### BALANÇA DE PAGAMENTS

Maig 2007

	Acumulat any		Dotze últims mesos		
	Saldo	% variació anual	Saldo	Variació anual	
				Absoluta	%
<b>Balança corrent</b>					
Balança comercial	-33.236	5,3	-81.820	-7.926	10,7
Serveis					
<i>Turisme</i>	8.978	1,1	27.543	585	2,2
<i>Altres serveis</i>	-2.786	16,4	-5.695	-723	14,6
<b>Total</b>	6.191	-4,5	21.848	-138	-0,6
Rendes	-10.928	68,5	-25.424	-7.717	43,6
Transferències	-4.546	25,4	-6.675	-2.736	69,5
<b>Total</b>	<b>-42.519</b>	<b>20,8</b>	<b>-92.072</b>	<b>-18.518</b>	<b>25,2</b>
<b>Compte de capital</b>	<b>2.054</b>	<b>18,4</b>	<b>6.494</b>	<b>-993</b>	<b>-13,3</b>
<b>Balança financera</b>					
Inversions directes	-21.364	-38,4	-42.207	-2.688	6,8
Inversions de cartera	80.569	-19,1	179.329	60.771	51,3
Altres inversions	-2.275	-86,1	-21.444	-33.615	-
<b>Total</b>	<b>56.929</b>	<b>17,3</b>	<b>115.679</b>	<b>24.468</b>	<b>26,8</b>
Errors i omissions	1.279	-	1.749	7.625	-
Variació d'actius del Banc d'Espanya	-17.743	51,7	-31.850	-12.581	65,3

NOTA: El saldo resultant de la suma de la balança corrent, del compte de capital i de la balança financera es compensa per la variació d'actius del Banc d'Espanya més els errors i omissions.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

## Sector públic

### Els comptes públics, amb vent en popa

La bonança econòmica continua impulsant favorablement la trajectòria dels comptes públics. Cal destacar el bon comportament dels ingressos en la primera meitat de l'exercici. En efecte, els ingressos no financers de l'Estat es van enfilars fins als 69.126 milions d'euros, el 12,7% més que en el mateix període del 2006. Incloent els ingressos cedits a les administracions autonòmiques i locals, d'acord amb el sistema de finançament vigent, les entrades a les arques de l'Estat van pujar fins als 93.522 milions d'euros, amb un increment de l'11,9% en relació amb el primer semestre de l'any anterior, quatre punts més que el producte interior brut (PIB) nominal.

Els impostos directes van créixer el 15,7% en els sis primers mesos de l'exercici i van sumar 42.073 milions d'euros. La principal aportació va córrer a càrrec de l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), amb 31.515 milions d'euros. Aquesta figura impositiva va augmentar el 13,3% a conseqüència de l'augment de l'ocupació i del salari mitjà. La incidència de la modificació de l'IRPF s'ha traduït en una desacceleració del ritme de creixement de les retencions del treball. La positiva evolució dels dividends i dels interessos també va contribuir a forts augments de les retencions del capital mobiliari i dels guanys dels fons d'inversió, tot i que també hi va influir la pujada del tipus de la retenció des del 15% al 18%.

**La bonança econòmica continua afavorint els comptes públics.**

**Escàs impacte inicial de la reforma de l'IRPF i de l'impost de societats en els ingressos.**

### EXECUCIÓ PRESSUPOSTÀRIA DE L'ESTAT

Juny 2007

	Mes		Acumulat de l'any	
	Milions d'euros	% variació s/mateix mes any anterior	Milions d'euros	% variació s/mateix període any anterior
<b>Ingressos no financers</b>	<b>3.603</b>	<b>12,3</b>	<b>69.126</b>	<b>12,7</b>
<b>Ingressos no financers corregits (*)</b>				
IRPF	1.974	28,9	31.515	13,3
Impost de societats	525	29,0	8.937	22,5
IVA	1.801	-9,8	33.794	8,4
Impostos especials	1.699	2,8	9.485	6,9
Resta	1.671	25,8	9.791	16,7
<b>Total</b>	<b>7.670</b>	<b>10,9</b>	<b>93.522</b>	<b>11,9</b>
<b>Pagaments no financers</b>	<b>10.655</b>	<b>10,3</b>	<b>64.958</b>	<b>8,0</b>
<b>Saldo de caixa</b>	<b>-7.052</b>	<b>9,4</b>	<b>4.168</b>	<b>261,5</b>
<b>Capacitat (+) o necessitat (-) de finançament (**)</b>	<b>-8.284</b>	<b>6,4</b>	<b>6.075</b>	<b>136,5</b>

NOTES: (\*) Estan inclosos els trams cedits a les administracions territorials d'acord amb el sistema de finançament vigent.

(\*\*) En termes de comptabilitat nacional.

FONTS: Ministeri d'Economia i Hisenda i elaboració pròpia.

D'altra banda, l'Agència Tributària va anunciar que al final de juliol ja havia abonat el 80% de les devolucions a contribuents de la campanya de renda del 2006. Les devolucions pujaven a 7.656 milions d'euros per a 10.659.501 contribuents, xifra que representa una devolució mitjana de 718 euros.

La recaptació de l'impost de societats va importar 8.937 milions d'euros, amb una forta alça del 22,5%. Aquest ascens va ser degut al dinamisme dels beneficis empresarials i de les retencions sobre els rendiments del capital. L'impacte negatiu de la reforma va ser, doncs, molt limitat.

La principal partida dels ingressos van ser, una vegada més, els impostos indirectes, que es van situar en 44.841 milions d'euros en el període gener-juny, per bé que el seu ritme d'augment anual, del 7,9%, va ser inferior al dels directes. L'impost sobre el valor afegit (IVA), l'estrella d'aquest apartat, va recaptar 33.794 milions d'euros, amb un ascens del 8,4% en relació amb el mateix període de l'any precedent, en línia amb l'expansió del consum. Entre els impostos especials, el d'hidrocarburs, el més important, només va créixer l'1,8%, afectat per la compensació a agricultors, ramaders i transportistes per l'alça del preu del gasoil el 2006, tot i l'increment del tipus impositiu per als gasoils d'automoció el 2007. En canvi, l'impost sobre els productes del tabac va pujar el 16,2% després de l'increment dels tipus impositius.

De la resta d'ingressos no financers, cal destacar els increments dels ajuts a la inversió procedents dels pressupostos comunitaris. Les entrades per beneficis pro-

cedents del Banc d'Espanya i els interessos dels comptes del Tresor també van experimentar una pujada espectacular.

A l'altre costat del balanç, els pagaments no financers de l'Estat acumulats fins al juny van sumar 64.958 milions d'euros, xifra que representa un creixement del 8,0% sobre el mateix període de l'any anterior. Les despeses de personal van créixer el 6,6%, a causa d'una millora en les retribucions en determinades àrees de l'administració pública. Els pagaments per béns i serveis corrents van pujar el 19,3%, afectats per la celebració d'eleccions enguany. Per la seva banda, les inversions, tant civils com militars, i les transferències de capital van continuar registrant altes taxes d'augment.

D'aquesta manera, l'Estat va aconseguir un superàvit en el primer semestre en ser més elevats els ingressos que les despeses. En termes de comptabilitat nacional, és a dir, utilitzant una metodologia comptable que té en compte els recursos i l'ocupació quan es comprometen, l'Estat va aconseguir una capacitat de finançament de 6.075 milions d'euros, xifra que dobla amb escreix l'anotada en el mateix període del 2006. En relació amb el PIB, el superàvit de l'Estat va representar el 0,58%, enfront del 0,26% de l'any anterior.

Aquest context favorable va permetre al president del Govern anunciar la concessió d'un xec de 2.500 euros per cada noutat o adoptat a partir del juliol, amb el qual s'incrementen els ajuts familiars, que a Espanya són sensiblement baixos en comparació amb els atorgats pels nostres socis de la Unió Europea més desenvolupats.

**El dinamisme dels salaris, dels beneficis i dels interessos infla els impostos directes.**

**L'Estat aconsegueix un superàvit del 0,58% del PIB en el primer semestre.**

**El president del Govern anuncia un nou ajut de 2.500 euros per cada noutat a partir d'ara.**

## Estalvi i finançament

**Alça considerable dels tipus d'interès crediticis en termes reals.**

**En el segon trimestre, s'intensifica el ritme de creixement del finançament empresarial...**

### Continua l'expansió del crèdit

L'euríbor a un any, utilitzat freqüentment com a referència per a moltes classes de crèdits, en especial els hipotecaris, va continuar pujant al juliol, fins a situar-se en el 4,56% de mitjana mensual, i va reflectir el progressiu enduriment de la política monetària del Banc Central Europeu i les expectatives de la seva continuïtat. Aquest nivell representa un augment de 103 punts bàsics sobre el mateix mes de l'any passat i és el més elevat des del febrer del 2001. A l'agost, el tipus ha continuat pujant fins a la zona del 4,75%.

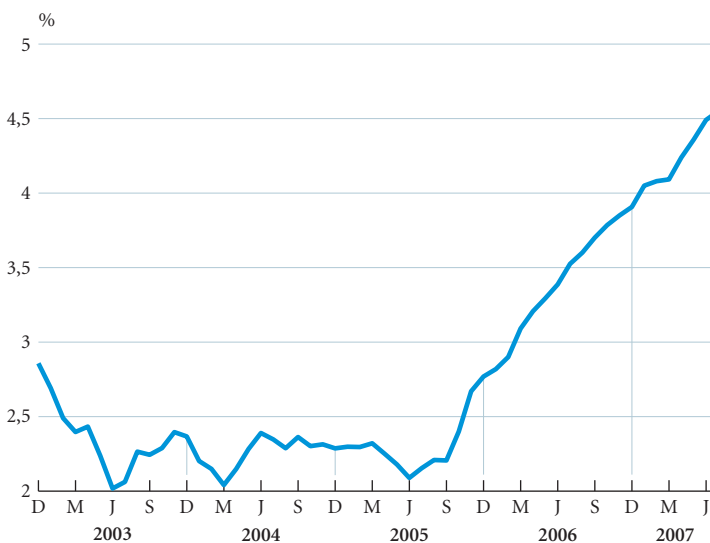
Lògicament, els tipus d'interès crediticis també han pujat en l'últim període. Així, el tipus d'interès mitjà dels préstecs i crèdits al sector privat es col·locava en el

5,60% al juny, 108 punts bàsics per damunt d'un any abans. En conjunt, els tipus d'interès dels crèdits a les empreses van créixer més que els préstecs a les famílies, el nivell dels quals, però, era superior. A més a més, en els dotze últims mesos fins al juny, la taxa anual d'inflació es va reduir en 1,6 punts, de manera que el tipus d'interès real, que descompta la inflació al tipus nominal, es va incrementar força més, per bé que es mantenia per sota de la mitjana europea.

En aquest marc, no és estrany que, en els dotze últims mesos, el finançament al sector privat hagi reduït el ritme de creixement anual. No obstant això, les últimes dades disponibles fins al juny mostren que, en el segon trimestre, amb prou feines es van moderar els recursos financers

### L'EURÍBOR A UN ANY PUJA FINS A LA COTA MÀXIMA DES DEL 2001

Tipus d'interès euríbor a 12 mesos



FONT: Banc d'Espanya.

## EL FINANÇAMENT A LES FAMÍLIES ES CONTINUA ALENTINT

Variació interanual del finançament a les llars i institucions sense ànim de lucre



FONT: Banc d'Espanya.

obtinguts per les empreses i les famílies. Així, el finançament al sector privat creixia el 20,9% al juny en relació amb el mateix mes de l'any anterior, taxa amb prou feines inferior en dues dècimes a la registrada al final del primer trimestre, tot i que era sensiblement inferior a l'anotada al final del 2006. És possible que, en la segona meitat de l'any, s'endureixin lleugerament les condicions dels crèdits i es consolidi la desacceleració del finançament al sector privat.

De fet, el canvi de ritme del finançament en el segon trimestre va ser degut a les empreses, ja que els préstecs a les famílies es van continuar alentint. El finançament a les societats no financeres va créixer el 24,5% en el període juny 2006-juny 2007, quan al març del 2007 augmentava a un ritme anual del 23,3%.

Per sectors, les últimes dades disponibles arriben fins al final del primer trimestre. Tots els grans sectors presentaven taxes de creixement anual més baixes que al final

del 2006, llevat de la indústria, que experimentava un lleuger augment. La desacceleració més intensa corresponia a la construcció. No obstant això, el crèdit conjunt a la construcció i als serveis immobiliaris mostrava encara una espectacular taxa anual de variació del 39,8%, però bé que 4,1 punts inferior a la registrada al desembre.

L'alentiment del finançament a les famílies és atribuïble, sobretot, als préstecs per a l'habitatge, que van passar de créixer a més del 24% anual el 2005 al 17,2% al final del primer semestre del 2007. Els increments dels tipus d'interès i del preu dels habitatges han desanimat la constitució de noves hipoteques. Així, segons les dades de l'Institut Nacional d'Estadística, en el mes de maig es van signar el 6% menys d'hipoteques per a la compra d'habitatges que en el mateix mes del 2006. No obstant això, l'import mitjà va ser el 7,6% superior i es va situar en 150.810 euros. El termini mitjà dels préstecs era de 26 anys, un any més que el

**...mentre que el finançament a les famílies es desaccelera.**

**El crèdit al sector immobiliari s'alenteix en el primer trimestre, però registra encara una taxa anual de creixement molt alta.**

## CRÈDIT PER FINALITATS AL SECTOR PRIVAT

Primer trimestre de 2007

	Saldo (*)	Variació any actual		Variació 12 mesos	
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%
<b>Finançament d'activitats productives</b>					
Agricultura, ramaderia i pesca	23.435	421	1,8	2.222	10,5
Indústria	121.153	1.664	1,4	15.466	14,6
Construcció	137.627	3.310	2,5	31.445	29,6
Serveis	533.929	29.104	5,8	129.734	32,1
<b>Total</b>	<b>816.144</b>	<b>34.500</b>	<b>4,4</b>	<b>178.867</b>	<b>28,1</b>
<b>Finançament a persones físiques</b>					
Adquisició i rehabilitació d'habitatge propi	566.341	21.952	4,0	94.375	20,0
Adquisició de béns de consum durador	52.713	1.252	2,4	6.393	13,8
Altres finançaments	107.073	2.628	2,5	20.480	23,7
<b>Total</b>	<b>726.126</b>	<b>25.832</b>	<b>3,7</b>	<b>121.249</b>	<b>20,0</b>
<b>Finançament a institucions privades sense ànim de lucre</b>	<b>5.743</b>	<b>39</b>	<b>0,7</b>	<b>955</b>	<b>20,0</b>
<b>Resta sense classificar</b>	<b>21.156</b>	<b>173</b>	<b>0,8</b>	<b>2.343</b>	<b>12,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.569.169</b>	<b>60.544</b>	<b>4,0</b>	<b>303.414</b>	<b>24,0</b>

NOTA: (\*) Del conjunt de les entitats de crèdit: sistema bancari, establiments financers de crèdit i crèdit oficial.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

2006, i la gran majoria continuava utilitzant un tipus d'interès variable. D'altra banda, la taxa de morositat dels préstecs per a adquisició d'habitatge amb garantia hipotecària se situava en un modest 0,46% al final del primer trimestre, però presentava una tendència lleugerament creixent.

Amb una mica més de detall, el crèdit per a la compra de béns de consum durador augmentava a un ritme anual del 13,8% al març del 2007, 1,8 punts més que al final del 2006. Les entitats financeres tracten de compensar la desacceleració del negoci hipotecari impulsant el crèdit al consum, augmentant-ne la disponibilitat per al consumidor mitjançant campanyes amb crèdits preconcedits i ampliant els canals de sol·licitud, com, per exemple, a través de caixers automàtics i internet.

**Els dipòsits bancaris a termini fins a dos anys creixen el 42% en l'últim any.**

### Lleugera desacceleració dels dipòsits bancaris

Els dipòsits bancaris han continuat creixent a un fort ritme en els últims mesos i han doblat el corresponent a la zona de l'euro. No obstant això, en el segon trimestre, la seva taxa de variació anual va disminuir lleugerament i es va col·locar en el 22,9% al final de juny.

La modalitat que presentava un major increment en els dotze últims mesos fins al juny eren els comptes en moneda estrangera, que tenien un diferencial de tipus d'interès al seu favor, tot i que mostraven una notable desacceleració. Tot seguit, amb una alça anual del 41,7%, figuraven les imposicions a termini fins a dos anys, que enguany han passat al davant de les imposicions a terminis superiors en haver desaparegut, amb el nou règim fiscal aplicable a partir de l'1 de gener del 2007,



## DIPÒSITS D'EMPRESSES I FAMÍLIES A LES ENTITATS DE CRÈDIT

Juny 2007

	Saldo		Variació any actual		Variació 12 mesos		% participació
	Milions d'euros	Milions d'euros	%	Milions d'euros	%		
A la vista i d'estalvi (*)	450.115	1.778	0,4	30.235	7,2	36,0	
A termini fins a 2 anys	300.522	54.116	22,0	88.499	41,7	24,1	
A termini a més de 2 anys	373.230	40.381	12,1	83.803	29,0	29,9	
Cessions temporals	83.622	-202	-0,2	14.316	20,7	6,7	
<b>Total</b>	<b>1.207.489</b>	<b>96.073</b>	<b>8,6</b>	<b>216.853</b>	<b>21,9</b>	<b>96,7</b>	
<b>Dipòsits en monedes no euro</b>	<b>41.182</b>	<b>8.465</b>	<b>25,9</b>	<b>16.001</b>	<b>63,5</b>	<b>3,3</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.248.671</b>	<b>104.538</b>	<b>9,1</b>	<b>232.854</b>	<b>22,9</b>	<b>100,0</b>	

NOTA: (\*) Inclou els dipòsits amb preavis, segons definició del BCE.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

la bonificació dels interessos que afavoria les més llargues.

Al final de la primera meitat de l'any, els dipòsits del sector privat a la banca augmentaven a un ritme anual del 26,5%, enfront del 21,0% de les caixes d'estalvi. D'aquesta manera, els bancs continuaven augmentant la seva quota en aquest segment del mercat.

Aquest instrument financer és una important competència per a altres productes com els fons d'inversió mobiliària. Així, en els set primers mesos de l'exercici, es van registrar retirades netes de participacions dels fons d'inversió per valor d'uns 2.400 milions d'euros, segons les dades d'Inverco, l'associació professional de gestores. No obstant això, en el mateix període, el volum dels seus actius va créixer en 3.274 milions d'euros, l'1,3% sobre el desembre, fins als 257.597 milions d'euros, gràcies a les plusvàlues acumulades. Així, els fons de renda variable nacional presentaven una rendibilitat del 25,7% en els dotze últims mesos, i la renda variable euro, del 18,6%. No cal dir que altres categories de fons més conservadors no assolien aquests rendiments

extraordinaris. Així, els guanys dels fons de renda fixa a curt termini era del 2,9% i els de la renda fixa a llarg termini, de l'1,8%. D'altra banda, el nombre de participants va créixer l'1,4% en relació amb el final del 2006.

D'altra banda, el patrimoni dels fons de pensions, la finalitat dels quals és atendre les necessitats financeres dels estalviadors a més llarg termini, va augmentar el 13,7% en els dotze últims mesos fins al juny i va arribar als 83.656 milions d'euros. El nombre de comptes de participants va créixer el 5,2% en els dotze últims mesos i va superar els 10 milions, que corresponen a uns 7 milions i mig de participants. L'increment més intens del volum dels actius en l'últim any ha estat registrat pel sistema individual, amb una alça del 16,9%, seguit pel sistema associat (promogut per associacions com col·legis professionals, sindicats, etc.), amb un augment del 15,3%. El rendiment mitjà en els dotze últims mesos ha resultat del 8,0%. La rendibilitat mitjana assolida pel conjunt de plans de pensions en els 17 últims anys ha estat del 6,5% i ha superat amb escreix la inflació.

**Els dipòsits del sector privat a la banca augmenten més de pressa que els de les caixes.**

**Retirades netes de diners dels fons d'inversió mobiliària en els set primers mesos de l'any.**

**Els fons de pensions aconsegueixen notables rendibilitats.**

## Publicacions del Servei d'Estudis

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

[www.estudis.lacaixa.es](http://www.estudis.lacaixa.es)

Correu electrònic:

[publicacionsestudis@lacaixa.es](mailto:publicacionsestudis@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica

### ■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versió anglesa de l'Informe Mensual

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006

Selección de indicadores

Edició completa disponible

a Internet

### ■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

**1. El problema de la productivitat a Espanya: Quin és el paper de la regulació?** Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell i Àlex Ruiz Posino

**2. L'ocupació a partir dels 55 anys** Maria Gutiérrez-Domènech

**3. Offshoring i deslocalització: noves tendències de l'economia internacional** Claudia Canals

**4. Xina: Quin és el potencial de comerç amb Espanya?** Marta Noguer

**5. La sostenibilitat del dèficit exterior dels Estats Units** Enric Fernández

**6. El temps amb els fills i l'activitat laboral dels pares** Maria Gutiérrez-Domènech

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

**1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid** Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

**2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area** Pau Rabanal

**3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment** Claudia Canals, Marta Noguer

**4. Time to Rethink Merger Policy?** Jordi Gual

**5. Integrating regulated network markets in Europe** Jordi Gual

### ■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible només en format electrònic en: [www.estudis.lacaixa.es](http://www.estudis.lacaixa.es)

**01/2006. What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology** Claudia Canals

**02/2006. Government Spending and Consumption-Hours Preferences** J. David López-Salido and Pau Rabanal

**03/2006. Outsourcing and your Collar's Color** Claudia Canals

**04/2006. The Employment of Older Workers** Maria Gutiérrez-Domènech

**05/2006. The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis** Claudia Canals and Marta Noguer

**06/2006. Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective** Pau Rabanal

**01/2007. Parental Employment and Time with Children in Spain** Maria Gutiérrez-Domènech

**02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks** C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

**03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate** Pau Rabanal and Vicente Tuesta

### ■ ESTUDIS ECONÒMICS

**31. Els nous instruments de la gestió pública** Guillem López Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza i Ivan Planas Miret

**32. La competitivitat de l'economia espanyola: inflació, productivitat i especialització** Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci i Ezequiel Uriel

**33. La creació d'empreses. Un enfocament gerencial** Josep Maria Veciana

**34. Política agrària comuna: balanç i perspectives** José Luis García Delgado i M. Josefa García Grande (directors)

## Consell Assessor del Servei d'Estudis

El Consell Assessor orienta el Servei d'Estudis en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Carles Boix  
University of Princeton
- Antonio Ciccone  
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado  
Universidad Carlos III
- Jordi Galí  
CREI i Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén  
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler  
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz  
Universidad Complutense
- Ginés de Rus  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell  
ESADE Business School
- Xavier Vives  
IESE Business School i UPF

## INFORME MENSUAL

Setembre 2007

CAIXA D'ESTALVIS  
I PENSIONS  
DE BARCELONA

Servei d'Estudis

Av. Diagonal, 629,  
planta 6, torre I  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
www.estudis.lacaixa.es  
a/e: informemensual@lacaixa.es

## GRUP "la Caixa": DADES MÉS RELLEVANTS

a 31 de desembre de 2006

### ACTIVITAT FINANCERA

Milions €

Recursos totals de clients	197.495
Crèdits sobre clients	139.765
Resultat atribuït al Grup	3.025

### PERSONAL, OFICINES I MITJANS DE PAGAMENT

Empleats	25.241
Oficines	5.186
Terminals d'autoservei	7.493
Targetes	9.007.335

### OBRA SOCIAL: PRESSUPOST PER ACTIVITATS PER AL 2007

Milions €

Socials	256
Ciència i medi ambient	64
Culturals	54
Educatives	26
<b>TOTAL PRESSUPOST</b>	<b>400</b>

Converteix el teu PDA en una font d'informació sincronitzant-lo amb l'Informe Mensual i/o amb els principals indicadors econòmics.

L'Informe Mensual edició PDA és un resum de la situació econòmica i de l'evolució dels mercats financers, tant en l'àmbit internacional com en l'interior, amb especial atenció al marc europeu i a la zona de l'euro.

Està disponible per als PDA amb sistemes Palm, Pocket PC i Windows CE.

Més informació a [www.estudis.lacaixa.es](http://www.estudis.lacaixa.es)



La informació i les opinions contingudes en aquest informe procedeixen de fonts que considerem fiables. Aquest document té només propòsits informatius, per la qual cosa "la Caixa" no es responsabilitza de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies del Servei d'Estudis i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.